

# UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI PISA



## **Dipartimento di Economia e Management**

Corso di Laurea Magistrale in Banca Finanza Aziendale e  
Mercati Finanziari

### **TESI DI LAUREA:**

**“Gli abusi di mercato nell'UE: evoluzione normativa e  
quantitativa. Un confronto con la corrispondente realtà  
Statunitense.”**

***RELATORE***

**Prof.ssa M.C. QUIRICI**

***CANDIDATO***

**Jessica MORI**

**ANNO ACCADEMICO 2014/2015**



*a Chiara*



*“Se correttezza e trasparenza nei comportamenti  
non divengono uso e costume delle società e  
dei soggetti che operano in una piazza finanziaria,  
quella piazza è destinata a decadere, diventando  
luogo di attrazione di cattivi soggetti.”*

*M.C.Quirici*



# Indice

---

Introduzione .....	1
--------------------	---

## **CAPITOLO 1: EVOLUZIONE NORMATIVA IN TEMA DI ABUSI DI MERCATO.**

1.1 L'emersione del fenomeno <i>insider trading</i> all'attenzione degli operatori economici.....	3
1.2 L' <i>insider trading</i> un reato punibile anche in Italia. ....	7
1.3 Le fattispecie penali nel reato dell' <i>insider trading</i> .....	10
1.4 L'evoluzione nelle modalità sanzionatorie dalla legge n° 57/1991 al TUF. ....	13
1.4.1 Il decreto legislativo 58/1998 noto come TUF: cenni .....	13
1.4.2 Il nuovo apparato sanzionatorio delineato dal TUF .....	15
1.4.3 L'evoluzione del sistema sanzionatorio dalla legge n°157/1991 al TUF .....	18
1.5 Caratteri peculiari e finalità direttiva 2003/6/CEE .....	23
1.5.1 L' <i>insider trading</i> .....	25
1.5.2 Manipolazione di mercato e Aggiotaggio.....	30
1.5.3 Le sanzioni e le nuove misure di prevenzione.....	31
1.5.4 Conclusioni <i>Direttiva Market Abuse</i> .....	36
1.5.5 <i>Direttiva Market Abuse</i> : evoluzione e ultime modifiche. ....	37

## **CAPITOLO 2: GLI ABUSI DI MERCATO IN ITALIA: ANALISI QUANTITATIVA 2002-2014**

2.1 La vigilanza sui mercati.....	43
2.2 Attività di accertamento della Consob .....	47
2.3 L'attività di vigilanza sui mercati: ipotesi di abuso di <i>informazioni privilegiate</i> e manipolazione di mercato dal 2002 al 2014.....	51
2.3.1 Gli abusi di mercato: 2002.....	52
2.3.2 Gli abusi di mercato: 2003.....	55
2.3.3 Gli abusi di mercato: 2004.....	56
2.3.4 Gli abusi di mercato: 2005.....	59
2.3.5 Gli abusi di mercato: 2006.....	62
2.3.6 Gli abusi di mercato: 2007.....	63
2.3.7 Gli abusi di mercato: 2008.....	65
2.3.8 Gli abusi di mercato: 2009.....	68

2.3.9 Gli abusi di mercato: 2010 .....	71
2.3.10 Gli abusi di mercato: 2011 .....	73
2.3.11 Gli abusi di mercato: 2012 .....	76
2.3.12 Gli abusi di mercato: 2013 .....	80
2.3.13 Gli abusi di mercato: 2014 .....	84
2.4 Analisi quali-quantitativa degli abusi di mercato dal 2002 al 2014 .....	86

### **CAPITOLO 3: LA REOLAMENTAZIONE DEGLI ABUSI DI MERCATO IN USA. UN CONFRONTO CON LA REALTÀ EUROPEA**

3.1 Una visione di insieme della condotta sugli abusi di mercato nel sistema statunitense.....	95
3.1.1 Le origini della legislazione secondo il sistema americano .....	95
3.1.1.1 Il Securities Act 1933 .....	96
3.1.1.2 Il Securities Exchange Act 1934.....	97
3.1.1.3 La rule 10b-5 e la sua evoluzione.....	99
3.1.1.4 L' <i>Insider trading Sanction Act</i> (ITSA) del 1984 e l' <i>Insider trading and Securities Fraud Enforcement Act</i> (ITSEFA) del 1988.....	103
3.1.1.5 Il Sarbanes Oxly Act (SOX) del 2002.....	108
3.1.2 Insider, <i>Tippee</i> e Misappropriator .....	109
3.1.2.1 L'Insider.....	109
3.1.2.2 Il Tippee.....	110
3.1.2.3 Il Misappropriator.....	114
3.2 La <i>Market Manipulation</i> .....	116
3.3 Gli abusi di mercato: modello europeo e statunitense a confronto .....	117
3.4 Cosa è successo in America dal 2002 al 2014 in materia di abusi di mercato? .....	122
3.5 Differenze emerse dall'analisi quantitativa di quanto accaduto in Italia e in America.....	125
 <i>Conclusioni</i> .....	129
<i>Bibliografia</i> .....	137
<i>Sitografia</i> .....	138
Ringraziamenti .....	139



# Introduzione

---

Per preservare il buon funzionamento dei mercati finanziari è fondamentale tutelarne l'integrità facendo crescere la fiducia degli investitori nei mercati stessi. Il fenomeno del *market abuse* nel suo complesso ed, in particolare *l'insider trading*, la *manipolazione di mercato* e *l'aggiotaggio*, rischiano di ridurre la fiducia riposta dagli investitori, e creare quelle situazioni scomode di asimmetria informativa, dove solo l'operatore più informato e non manipolato, potrà conseguire profitti elevati ma illeciti, a discapito dell'operatore privo di informazioni. Al fine di evitare che ciò accadesse, è stato necessario che il legislatore prendesse dei provvedimenti volti a prevenire e gestire la diffusione del fenomeno e a punire gli operatori di tali reati. Infatti, la legislazione relativa all'*insider trading* in Europa e quindi anche in Italia, si è sviluppata principalmente a partire dagli anni '90, ricevendo un'armonizzazione nei diversi Paesi europei, con l'approvazione della direttiva 2003/6, nota con il nome di *Market Abuse Directive*, aggiornata recentemente dalla direttiva 2014/57 *Csmad* conosciuta come MAD II, che entrerà in vigore il 3 luglio 2016 abrogando la direttiva 2003/6.

Parlando di abusi di mercato si fa riferimento a diverse tipologie di illeciti finanziari:

- *L'insider trading* consiste nel porre in essere operazioni su strumenti finanziari sulla base di informazioni privilegiate, prima che esse divengano di dominio pubblico, con lo scopo di realizzare profitti considerevoli ma illeciti;
- la *manipolazione di mercato* fa riferimento alla diffusione di notizie false o operazioni false o fuorvianti sugli strumenti finanziari, tali da far modificare il prezzo degli strumenti finanziari quotati o per i quali è stata richiesta l'ammissione alla quotazioni;

- l'*aggiotaggio*, si configura con comportamenti illeciti analoghi a quelli propri della manipolazione di mercato, ma avendo ad oggetto titoli non quotati.

Con il seguente lavoro si intende analizzare come l'evoluzione della normativa in tema di abusi di mercato abbia impattato sulla realtà. Facendo un'analisi quantitativa dei casi avvenuti in Italia nel periodo preso in esame (2002-2014), sarà possibile mettere in evidenza le differenze che emergono dai casi *pre-market abuse* e *post-market abuse*. Sarà, inoltre, interessante, verificare quanto l'intervento del legislatore comunitario sia stato più o meno efficiente e soprattutto comprendere il ruolo e l'evoluzione dei poteri della Consob, avvenuti nel periodo di analisi, nel tema di abusi di mercato.

Altro obiettivo, è quello di andare a fare un confronto normativo con la controparte Statunitense, in modo da mettere in evidenza le differenze principali con la normativa europea. Sarà interessante fare un'analoga analisi quantitativa dei casi americani in tema di abusi di mercato, avvenuti nel periodo di tempo 2002-2014, in modo tale da fare un confronto con l'analisi dei casi italiani.

# Evoluzione normativa in tema di abusi di mercato.

---

## 1.1 L'emersione del fenomeno *insider trading* all'attenzione degli operatori economici.

L'*insider trading*, definito come “*male oscuro che corrompe la borsa, l'aspetto sgradevole ed inaccettabile del capitalismo*<sup>1</sup>”, ha caratterizzato i mercati finanziari internazionali negli anni '70 e '80. Questo periodo è stato colpito da clamorosi scandali da *insider trading* che si sono susseguiti in tutti i Paesi dotati di un mercato mobiliare. Tale fenomeno<sup>2</sup> ha conseguenze gravi sia per l'efficienza dei mercati finanziari, poiché allontana da questi molti risparmiatori e si riflette in modo rilevante sugli interessi delle economie nazionali, sia, in taluni casi, per le classi dirigenti implicate. I susseguirsi di operazioni da *insider trading*, che spesso coinvolgono più Paesi, come quella che sul finire del 1989 che si è verificata a Lichtenstein<sup>3</sup>, dove il principe Hans Adam ha dichiarato dopo lo scandalo, “*Norgren era certamente a conoscenza delle conseguenze della sua azione che ha causato ingenti danni. Egli deve ora sopportarne tutta le responsabilità*<sup>4</sup>”, mette in evidenza come la diffusione del fenomeno raggiunga dimensioni e comportamenti implicazioni ormai a livello sovranazionali. Dal Lichtenstein

---

<sup>1</sup> La celebre espressione “*The Unpleasant and Unacceptable Face of Capitalism*” è stata coniata nel 1973, in relazione all'affare Lonrho, dal primo ministro britannico, il conservatore Edward Heath. Land Company, in seguito Lonrho, aveva come amministratore delegato nel 1962 Rowland. Sotto la sua guida, l'azienda è cresciuta e si è sviluppata nel settore minerario, occupandosi anche di distribuzione e produzione tessile. Nel corso del 1973, la posizione di Rowland è stato oggetto di disapprovazione da parte di otto degli amministratori Lonrho che hanno cercato di licenziarlo. Le cause si ritrovano nei debiti che aveva contratto, ma soprattutto per le informazioni finanziarie che non aveva reso pubbliche.

<sup>2</sup> Ha colpito l'opinione pubblica, forse più per le cifre degli illeciti guadagni che per il senso di riprovazione ingenerato dall'attività.

<sup>3</sup> La società Financor Anstalt aveva compiuto tradings sui titoli quotati sul mercato statunitense. L'organo di controllo, la SEC (*Securities and Exchange Commission*), ha ritenuto responsabile per *insider trading* uno dei suoi esponenti di punta, Christian Norgren. Quest'ultimo, uomo di fiducia della famiglia reale del Lichtenstein, rivestiva anche una delle più prestigiose cariche di senior manager in Europa, dirigendo la multimiliardaria Prince of Lichtenstein Foundation.

<sup>4</sup> Cfr. *Time* del 19 Aprile 1990.

alla Francia, dove nel novembre del 1989 la Cob<sup>5</sup> ha avviato indagini su possibili casi di *insider trading* relativi ai titoli Eurotunnel<sup>6</sup>. Alcune fonti di stampa hanno sostenuto che la diffusione delle notizie che hanno determinato il crollo dei titoli Eurotunnel, sarebbe stata provocata dalla società di finanziamento francese Financor<sup>7</sup>. Un anno prima era scoppiato il caso Péchiney, dove nel novembre del 1988 la società a partecipazione statale lancia un'operazione pubblica di acquisto sull'americana Triangle per l'acquisto della sua controllata l'American National Can. Nei giorni antecedenti l'offerta erano state trattate azioni della Triangle per quantitativi superiori cinque volte al normale e a basso prezzo, circa 10 dollari, per poi riessere vendute durante la quotazione dell'o.p.a a 56 dollari. La SEC aprì un'indagine avvalendosi dell'aiuto della Cob, per scoprire chi avesse lucrato sulle differenze delle quotazioni. Le indagini diedero risultati sconcertanti: tra gli indagati apparvero personaggi molto vicini al Presidente Mitterand, al Ministro delle Finanze Beregovoy e in generale al Governo, che aveva preparato e autorizzato l'o.p.a.

In Italia, del resto, la situazione non si è presentata diversa da quella degli altri Paesi.

Lo scandalo SME – De Benedetti emerso tra il 1985 e il 1986, con riguardo al tentato acquisto della SME da parte del gruppo De Benedetti, si deduce dal documento<sup>8</sup> della Camera dei Deputati, che *“uno degli esempi più eclatanti di tale forme di ingiusto arricchimento è certamente stato il caso della tentata vendita della SME al Gruppo De Benedetti, nel quale la Guardia di finanza ha inequivocabilmente accertato che, al di là della truffa che sarebbe stata portata a termine a danno dello Stato, qualche funzionario dell'IRI ha potuto ugualmente lucrare vari miliardi, dal solo annuncio della*

---

<sup>5</sup> *Commission des Opérations de Bourse*, organo di controllo di mercato francese.

<sup>6</sup> I titoli Eurotunnel, dal settembre 1987 a luglio 1989, avevano avuto una straordinaria crescita (da 35 a 126 franchi) e, poi, un improvviso crollo delle quotazioni.

<sup>7</sup> Cfr. *Il Sole – 24 ore* del 17 novembre 1989.

<sup>8</sup> La Relazione di accompagnamento alla proposta di legge Staiti di Cuddia, presentata il 2 marzo 1988, relativo a *Norme penali concernenti l'acquisto e la vendita di azioni mediante l'uso di notizie riservate*.

*pretesa vendita della SME.*” Un lucro, come in tutti i casi di *insider trading*, che è pesato esclusivamente su quei risparmiatori che hanno ritenuto che le azioni SME si sarebbero ulteriormente apprezzate. Un esempio anomalo è stato l'accordo Fiat – Lafico, verificatosi a Zurigo il 23 settembre 1986, dove il corso dei titoli Fiat alla vigilia del riacquisto del pacchetto libico ha subito un decremento.

Il 20 settembre venne tenuta una riunione a Londra, dove la Deutsche Bank espone alla finanza

internazionale le condizioni di vendita del pacco di azioni libico. Karl Von Horn<sup>9</sup> accusò la Deutsche Bank di avere manovrato sui titoli offerti a 15.350 lire all'estero, mentre alla Borsa di Milano le azioni ordinarie Fiat erano artificiosamente salite a 16.500 lire nel medesimo giorno. Si prospetta quindi un incremento artificioso da parte dell'IFIL<sup>10</sup> e della Deutsche Bank del titolo Fiat, avvenuto ancor prima della firma dell'accordo Fiat-Lafico.

Lo sconto del 3% praticato agli acquirenti istituzionali all'estero risulta fittizio e molti sottoscrittori preferirono vendere subito i titoli Fiat a Milano, lucrando sulla differenza e ingolfando ulteriormente piazza Affari di titoli Fiat. Dopo la firma dei contratti di collocamento risulta che in precedenza la Deutsche Bank acquistò azioni Fiat alla Borsa di Milano per un valore di 400 miliardi. Anche l'IFIL, nel periodo 10/20 settembre 1986 era intervenuto sul mercato di Milano acquistando 5 milioni di titoli Fiat per "*tenere sotto controllo il titolo*".

---

<sup>9</sup> Banchiere americano che operava a Londra.

<sup>10</sup> IFIL Investments S.p.A., già IFIL, acronimo di Istituto Finanziario Industriale Laniero, era una società d'investimento controllata dalla famiglia Agnelli tramite l'IFI Istituto Finanziario Industriale (ora Exor) che ne deteneva il 63,59% del capitale. Quotata alla borsa di Milano era tra le più importanti *holding* europee grazie alla gestione di un portafoglio valutato in 5 miliardi di euro. La società operava in due campi ben distinti: da una parte il presidio e la gestione del gruppo FIAT di cui IFIL detiene il 30%, dall'altra parte, invece, una gestione dinamica del portafoglio di partecipazioni, un portafoglio che spaziava dal turismo (Alpitour) al settore bancario (Intesa Sanpaolo).

Tornando alle affermazioni dell'avvocato Agnelli in occasione dell'assemblea dell'IFIL, risulta che *“Ben 600 milioni di dollari (840 miliardi di lire) di titoli Fiat rimasti invenduti hanno gravato per mesi e gravano tuttora sulla borsa milanese deprimendola. Le banche del pool italiano guidate da Mediobanca si trovano in portafoglio azioni Fiat ex Lafico acquistate a 15.300 lire che oggi (30 ottobre 87) valgono 9.600 lire.”* Le banche non possono detenere titoli industriali e qualora immettessero sul mercato il pacchetto Fiat otterrebbero il risultato di farlo scendere ulteriormente evidenziando una colossale perdita. Per cercare di aggirare l'ostacolo, sono apparse più volte sulla stampa notizie secondo le quali l'IMI prima e Mediobanca dopo stavano studiando l'ipotesi di togliere dal mercato il pacco di azioni Fiat.

Si trattava di rastrellare tutte le azioni intestandole ad una finanziaria di cui era già stata trovata la denominazione *"Finbancaria"* sostituendole con obbligazioni convertibili in un decennio, emesse dall'IMI.

Ad ogni uscita di notizie di questo genere il titolo Fiat avanzava di parecchi punti in borsa, rendendo meno conveniente l'operazione per l'IMI e Mediobanca. Del resto puntualmente agli annunci seguivano le smentite della Fiat e della Deutsche Bank, contrarie all'iniziativa dell'IMI. L'obiettivo di far risalire il titolo Fiat era stato raggiunto semplicemente col gioco delle voci riferite dalla stampa.

In conclusione dell'analisi dell'operazione Fiat-Lafico siamo in grado di affermare che:

- Mediobanca pur essendo controllata dal capitale pubblico (le tre banche di interesse nazionale) si è resa complice della Fiat, causando anche un danno all'interesse pubblico attraverso l'emissione di un prestito a tasso inferiore a quello di mercato;
- Negando più volte, in dichiarazioni pubbliche, che il collocamento delle azioni ex Lafico era sostanzialmente fallito, il presidente della Fiat Giovanni Agnelli e

della Deutsche Bank Werner Blessing si sono resi colpevoli di falsificazioni nei confronti dei sottoscrittori causando loro un danno economico non indifferente;

- Il rastrellamento dei titoli Fiat alla Borsa di Milano da parte dell'IFIL e della Deutsche Bank nei venti giorni precedenti all'annuncio ufficiale dell'accordo raggiunto coi libici il 23 settembre a Zurigo si configura come tesa a incrementare artificiosamente il prezzo delle azioni da parte di possessori di informazioni riservate;
- I piccoli azionisti dell'IFIL sono stati ingannati e danneggiati. Avevano sottoscritto l'aumento di capitale di una società ricca di attività finanziarie e si ritrovano ora a possedere titoli industriali Fiat precipitati da 16.500 lire a 9.600 lire.

L'emergere di questi scandali ha portato il legislatore italiano a disciplinare la problematica dell'*insider trading*, nella legge n°157 del 17 maggio del 1991, dando attuazione alla direttiva 89/592/CEE.

## **1.2 L'*insider trading* un reato punibile anche in Italia.**

Dal 1991 l'*insider trading* è un reato punito anche in Italia dalla legge 17 maggio 1991 n°157, che dando attuazione alla direttiva 89/592/CEE, aveva introdotto per la prima volta nel nostro ordinamento una normativa repressiva relativa sia all'uso di *informazioni riservate* nelle operazioni in valori mobiliari, sia a fenomeni di *aggiotaggio*, allo scopo di garantire l'integrità ed il corretto funzionamento del mercato mobiliare.

La legge n°157/1991 *Norme relative all'uso di informazioni riservate nelle operazioni in valori mobiliari e alla Commissione nazionale per le società e la borsa*, è entrata in vigore il 21 maggio 1991.

Il reato di *insider trading* consiste nella compravendita di valori mobiliari di chi versa nella condizione di *insider*, cioè di colui che possiede *informazioni riservate* e ne abusa sfruttandole a proprio vantaggio, realizzando un profitto ingente ma illecito.

Per quanto riguarda la definizione dei soggetti attivi dell'illecito, la legge 157/1991 individua i destinatari della normativa distinguendoli tra *insider primari* e *insider secondari*.

Nell'ambito di tale normativa, venivano considerati *insider primari* i detentori di informazioni riservate “*in virtù della loro partecipazione al capitale di una società*”, quindi i soci, ovvero “*in ragione dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, professione o ufficio*<sup>11</sup>” come l'intero management e tutti i dipendenti della società, o i membri funzionari della Consob. Con il riferimento dell'esercizio di una professione, poi, la norma comprende i soggetti legati alla società da un rapporto di natura contrattuale<sup>12</sup> o che non si trovano in un preciso rapporto con la società<sup>13</sup>; “*nonché gli azionisti che anche di fatto esercitano il controllo della società ai sensi dell'art.2359*<sup>14</sup> c.c.”.

---

<sup>11</sup> Tale categoria di soggetti comprende tutti coloro che svolgono un'attività di lavoro subordinato per la società; nonché coloro ai quali l'acquisizione di informazioni riservate è resa possibile dal fatto di svolgere una funzione di natura pubblicistica, pur in mancanza di un vincolo contrattuale diretto con la società.

<sup>12</sup> Legali, commercialisti, revisori dei conti, notai, dipendenti bancari o di istituzioni finanziari che collaborano nel portare a termine una data operazione intrapresa dalla società, consulenti in genere.

<sup>13</sup> Analisti e consulenti finanziari, oppure agenti di borsa.

<sup>14</sup> Art. 2359 c.c. “*Società controllate e società collegate. Sono considerate società controllate:*

1) *le società in cui un'altra società dispone della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria;*

2) *le società in cui un'altra società dispone di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria;*

3) *le società che sono sotto influenza dominante di un'altra società in virtù di particolari vincoli contrattuali con essa.*

*Ai fini dell'applicazione dei numeri 1) e 2) del primo comma si computano anche i voti spettanti a società controllate, a società fiduciarie e a persona interposta; non si computano i voti spettanti per conto di terzi. Sono considerate collegate le società sulle quali un'altra società esercita un'influenza notevole. L'influenza si presume quando nell'assemblea ordinaria può essere esercitato almeno un quinto dei voti ovvero un decimo se la società ha azioni quotate in borsa”*



Gli *insider secondari* o “*tippee*”, erano definiti come coloro che avessero direttamente o indirettamente (*sub-tippee*) ottenuto informazioni da soggetti esercitanti una funzione, professione o ufficio in relazione alla società di cui intendeva sfruttare illecitamente l’informazione. La norma faceva riferimento a coloro che avessero “ottenuto” l’informazione riservata dall’*insider primario*, ma occorre rilevare come il significato da attribuire a tale verbo sia passibile di interpretazione. Se viene adottata un’interpretazione estensiva il *tippee* viene punito per il *mero possesso* dell’informazione, indipendentemente dalle modalità di acquisizione della stessa<sup>15</sup>. Viceversa adottando un’interpretazione restrittiva al *tippee* viene punito esclusivamente il porre in essere di un’attività finalizzata a estorcere l’informazione, quindi non qualunque forma di acquisizione dell’informazione risulta in grado di far ricadere il *tippee* nell’ambito dell’applicazione della normativa.

L’ipotesi di operazioni poste in essere da persone giuridiche in possesso di informazioni riservate, prevista dalla direttiva 89/592/CEE, che prevedeva al riguardo la responsabilità degli organi della società che operano per conto della stessa, non risultava contemplata dalla normativa in esame dato che, avendo quest’ultima un’impostazione esclusivamente penalistica, la responsabilità penale del nostro ordinamento assumeva un carattere rigorosamente personale. Vige infatti nel sistema penale italiano il “*societas delinquere non potest*”, cioè non è ammessa l’imputazione ad una persona giuridica di un illecito penale realizzato da persone fisiche<sup>16</sup>, in definitiva lo sfruttamento illecito di informazioni riservate può essere riferito solo a persone fisiche e che quindi le persone giuridiche non possono essere destinatarie delle norme in oggetto.

---

<sup>15</sup> Colui che veniva a conoscenza in maniera passiva o fortuita di notizie non ancora rese pubbliche era considerato soggetto attivo dell’illecito.

<sup>16</sup> Pertanto, poiché solo una persona fisica, in quanto tale, può possedere informazioni riservate e dato il carattere esclusivamente penalistico della legge in esame.

### 1.3 Le fattispecie penali nel reato dell'*insider trading*

Per quanto riguarda le condotte vietate, la legge 157/1991, non si era limitata ad introdurre il reato di *insider trading*, ma aveva previsto tutta una serie di fattispecie penali.

Si faceva riferimento a cinque ipotesi di reato di *insider trading*:

1. *Utilizzazione di informazione riservate* : era sancito il divieto di svolgere operazioni sui valori mobiliari da parte dell'*insider primario*;
2. *Divulgazioni di informazioni riservate*: Il reato di abuso di informazioni riservate può assumere tre diverse configurazioni: *insider trading*, *tipping* e *tuyautage*.

L'*insider trading* si configura a carico di colui che acquista, vende o compie altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi, sui valori mobiliari utilizzando le informazioni riservate. La condotta di *tipping* è assunta da chi comunica le informazioni riservate ad altri al di fuori del normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio. Il *tuyautage*, invece, si ha quando qualcuno raccomanda o induce altri, sulla base delle informazioni riservate, al compimento di operazioni d'acquisto, vendita o altre operazioni, direttamente o indirettamente, per conto proprio o di terzi, su valori mobiliari utilizzando le informazioni medesime;

3. *Utilizzazione di informazioni riservate da parte di soggetti particolari*: si vietava a determinati soggetti espressamente indicati (amministratori, azionisti di controllo, liquidatori, direttori generali, dirigenti, sindaci, revisore dei conti) di acquistare, vendere, o compiere altre operazioni sui valori mobiliari, anche per interposta persona, qualora fossero stati avvisati dalla convocazione di un

C.d.A. chiamato a deliberare in merito ad operazioni atte ad influire in modo rilevante sul prezzo del titolo di quella o altra società quotata;

4. *Utilizzazione ministeriale di informazione riservata*: questa ipotesi differisce dalla precedente solo per i soggetti attivi (Ministri o sottosegretari di Stato) e per la circostanza che la determina, data dalla conoscenza della convocazione del Consiglio dei Ministri o del Comitato Interministeriale incaricato di adottare delibere aventi ad oggetto provvedimenti idonei ad influenzare i corsi dei titoli;
5. *Utilizzazione secondaria di informazione riservata*: i divieti di *insider trading*, di *tipping*, e di *tayautage* gravavano anche sui *tippees*<sup>17</sup> e sui *sub-tippees*<sup>18</sup>. Ai fini della punibilità del *tippee*, occorre che egli fosse a conoscenza della riservatezza dell'informazione nel momento in cui l'acquisiva.<sup>19</sup>

È necessario dare una definizione ben precisa di *informazione riservata* al fine di una perfetta comprensione della disciplina in oggetto.

L'*informazione riservata*, veniva definita come “*un'informazione specifica di contenuto determinato che non sia stata resa pubblica concernente uno o più emittenti di valori mobiliari ovvero uno o più valori mobiliari e che, se resa pubblica, sarebbe idonea a influenzare sensibilmente il prezzo*”.

L'aspetto principale, sul quale bisogna porre l'attenzione, è che se tale informazione venisse resa pubblica ci sarebbero delle ripercussioni significative sui prezzi dei valori mobiliari in oggetto. Tali ripercussioni potrebbero colpire la trasparenza e l'efficienza dei mercati mobiliari, quindi proprio per questo il legislatore ha sentito l'esigenza di disciplinare i reati di manipolazione dei mercati.

---

<sup>17</sup> Coloro che acquistavano direttamente l'informazione riservata dall'*insider primario*.

<sup>18</sup> Coloro che acquistavano indirettamente l'informazione riservata, senza avere nessun legame con l'*insider primario*.

<sup>19</sup> Anche se questo rappresentava un elemento di indagine piuttosto delicato, non oggettivamente determinabile.

Tornando a noi, è necessario dare la definizione, dettata dal legislatore nelle legge in esame, del reato di *aggiotaggio finanziario* o *frode sul mercato mobiliare*. Le condotte che configurano il reato in esame erano date dalla “*divulgazione di notizie false, esagerate e tendenziose e dalla realizzazione di operazioni simulate o altri artifici idonei ad influenzare sensibilmente il prezzo dei valori mobiliari*” (art.5 comma.1, della legge 157/1991).

Da queste definizioni, si evidenzia una differenza sostanziale tra il reato di *insider trading* e il reato di *aggiotaggio finanziario*: l'*insider* approfitta della conoscenza anticipata di informazioni vere, ma non ancora rese pubbliche, per effettuare operazioni di acquisto e vendita traendo profitti certi ed elevati; con l'*aggiotaggio* l'operatore ottiene risultati analoghi dell'*insider*, ma adottando comportamenti differenti: divulgando notizie false o tendenziose, o apparenze ingannevoli.

È necessario dire, anche, che la L.157/1991 è stata oggetto di profonde critiche: da un lato per l'eccessiva estensione dei soggetti destinatari della normativa e delle condotte vietate, quindi quali sono i soggetti che devono essere sanzionati, come possiamo dire se un dipendente della società è da considerarsi insider primario o secondario? Ed inoltre è punibile anche se è solo in possesso dell'informazione riservata o solamente se utilizza l'informazione per profitti illeciti? Inoltre la legge è stata oggetto di critiche anche in relazione alle modalità sanzionatorie in essa previste: si hanno sanzioni penali per qualsiasi reato di manipolazione finanziari; a mio avviso il passo successivo effettuato dal legislatore italiano con la depenalizzazione di alcuni reati in oggetto è stato molto efficace. Punire un'*insider* con una sanzione amministrativa, quindi colpendo proprio il profitto finanziario illecito, piuttosto che con 2,3,4 anni di reclusione è molto più efficace e punitiva.

## 1.4 L'evoluzione nelle modalità sanzionatorie dalla legge n° 57/1991 al TUF.

### 1.4.1 Il decreto legislativo 58/1998 noto come TUF: cenni

Il *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, noto più semplicemente come testo unico della finanza - abbreviato **TUF** - o anche **legge Draghi**, è la principale fonte normativa vigente in materia di finanza e di intermediazione finanziaria.

Emanato col *D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58* in forma di testo unico, è entrato in vigore il 1° luglio 1998.

La normativa si è impegnata, e si sta impegnando tutt'oggi, a rispettare le seguenti linee guida:

- La realizzazione di una legislazione semplice in modo da fissare nella normativa primaria solo i principi generali, lasciando i dettagli tecnici ai regolamenti e, ove possibile, all'autoregolamentazione dei mercati e degli intermediari finanziari;
- Il rafforzamento dei meccanismi di *governance* delle società, precisando meglio i compiti dei diversi organi societari e specificando gli obblighi informativi, a tutela del mercato e degli azionisti di minoranza, senza, tuttavia, limitare l'autonomia contrattuale o impedire all'impresa di produrre ricchezza;
- la creazione di una normativa italiana coerente e competitiva con quella degli altri Paesi, per non creare svantaggi competitivi ai danni delle imprese di investimento italiane.

Alla luce di simili considerazioni i lavori e gli studi preparatori furono portati avanti con la consapevolezza che con il TUF si doveva far fare al mercato mobiliare nazionale un vero e proprio salto di qualità verso modelli più evoluti. A tale proposito, fu ritenuto opportuno attuare una riconduzione sistematica dell'intero nuovo sistema ai principi già sanciti dal decreto *Eurosim*<sup>20</sup>.

Il progetto avviato con il decreto *Eurosim* doveva essere completato in funzione al legame indissolubile tra i mercati e gli strumenti finanziari<sup>21</sup> in essi scambiati e tra quest'ultimi ed i soggetti che li emettono; il compito di attuare tale completamento fu affidato al TUF, la cui entrata in vigore ha costituito un elemento fondamentale nell'ambito di quel processo di modernizzazione del nostro sistema finanziario che era già in atto da alcuni anni sulla spinta di fattori esogeni ed endogeni

In definitiva il legislatore ha costituito una normativa che fosse in grado di regolare: i soggetti che emettono strumenti finanziari, i mercati finanziari, gli strumenti finanziari e i rapporti interconnessi tra loro, per “sopravvivere” in termini di competizione ed efficienza nello scenario finanziario Europeo in continua evoluzione.

Il TUF risulta sostanzialmente suddivisa in tre parti: le prime due riguardano le disposizioni in materia di intermediazione e mercati finanziari, e la terza parte è riservata alla modifica della disciplina delle società emittenti titoli quotati. In estrema

---

<sup>20</sup> È il provvedimento legislativo (D.Lgs. 415/96) di recepimento delle direttive comunitarie sui servizi d'investimento nel settore dei valori mobiliari e sull'adeguatezza patrimoniale delle imprese d'investimento e degli enti creditizi. L'apporto innovativo del decreto *Eurosim* può così sintetizzarsi: viene recepito il principio dell'*home country control* anche per il settore finanziario; viene adeguata la terminologia relativa al settore finanziario in tema di tipologia delle imprese di investimento; vengono fissate nuove e più analitiche procedure per lo svolgimento dell'attività di vigilanza, per la prestazione dei servizi d'investimento e per la disciplina della crisi, con notevoli parallelismi con il Testo Unico Bancario; viene rivoluzionata la struttura e l'organizzazione dei mercati regolamentati, con l'introduzione della SGMR. Al decreto *Eurosim* ha fatto seguito il D.Lgs. 58/98. Il nuovo decreto, nell'integrare e coordinare le disposizioni in materia di mercati, di intermediari finanziari e di emittenti, procede all'abrogazione di gran parte della normativa anteriore, tra cui anche il D.Lgs. 415/96 (ad eccezione degli artt. 60 co. 4, 62, 63, 64, 65).

<sup>21</sup> Non si parla più di valori mobiliari, ma di strumenti finanziari.

sintesi, il TUF con riguardo agli intermediari finanziari ha armonizzato la disciplina di tutte le categorie di intermediari mobiliari escludendo nella regolamentazione le banche, gli intermediari finanziari ex art.107 del TUB, i fondi pensioni e le compagnie di assicurazione; per la parte dedicata ai mercati, ha confermato prevalentemente quanto detto dal decreto *Eurosim*, estendendo i principi di privatizzazione e concorrenza in relazione ai mercati regolamentati; la terza parte è dedicata alla riforma del diritto societario.

#### 1.4.2 Il nuovo apparato sanzionatorio delineato dal TUF

Il Testo unico finanziario nell'ambito della disciplina dei mercati si è impegnato a regolamentare e modificare anche *l'apparato sanzionatorio*, revisionando la disciplina dell'*insider trading*. Gli art. 180-187 del TUF hanno apportato rilevanti modifiche alla definizione di soggetti attivi, alle condotte vietate, nonché alle modalità sanzionatorie ed i poteri di accertamento della Consob.

Il cambio di indirizzo si avverte subito considerando che l'art.180 non parla più di "*informazioni riservate*" bensì di "*informazioni privilegiate*", in conformità con la terminologia della direttiva 89/592/CEE<sup>22</sup>. Con tale innovazione viene evocata la posizione di privilegio dell'*insider*, che si caratterizza non per l'acquisizione di informazioni che devono rimanere nel tempo inaccessibili e indisponibili al pubblico, quanto per l'acquisizione anticipata di notizie che, non essendo ancora state divulgate, non sono riflesse dalle quotazioni attuali dei titoli, ma che sono destinate a divenire di pubblico dominio in un momento successivo, quando l'*insider* avrà però già trattato profitto dallo scarto temporale a suo vantaggio.

---

<sup>22</sup> L'art.180 TUF non parla più di *valori mobiliari*, bensì di *strumenti finanziari*, ma questa innovazione terminologica era già stata introdotta con il D.lgs 415/1996 (direttiva *Eurosim*).

In fase di descrizione, l'informazione privilegiata non è più quella *“che non sia stata resa pubblica”* bensì quella *“di cui il pubblico non dispone”* ponendo l'accento sull'effettiva e concreta indisponibilità al pubblico della stessa in un dato momento. Resta ovviamente il fatto che dette informazioni devono essere idonee a influenzare sensibilmente i prezzi, permanendo quel margine di indeterminatezza costituito dal carattere *price sensitive* dell'informazione.

Per quanto riguarda la definizione dei soggetti attivi, il TUF mantiene la tradizionale distinzione tra *insider* primario e *insider* secondario. La definizione di *insider* primario rimane identica a quanto detto dalla legge 157/1991<sup>23</sup>. Le operazioni dovranno essere attuate *“avvalendosi delle informazioni medesime”*; il TUF non individua l'*insider* primario attraverso il riferimento a specifiche categorie di soggetti, ma pone l'accento sulle modalità di acquisizione dell'informazione, per cui se il soggetto entra in possesso della stessa in modo fortuito e occasionale e non la utilizza per il compimento di operazioni su strumenti finanziari non potrà essere considerato *insider*.

Risulta invece estesa la definizione di *insider* secondari (o *tippees*), ricoprendo tra di essi anche coloro che acquisiscono le informazioni *price sensitive* dai soci e che erano giustificatamente esclusi dalla previgente legge. La nuova disciplina elimina una lacuna della legge 157/1991, comprendendo fra i *tippees* coloro che possedevano le notizie *“in ragione della loro funzione, professione o ufficio”*, lasciando senza motivo le mani libere a chi avesse acquisito le informazioni *price sensitive* da un socio.

Osservando la nuova normativa dettata dal TUF, emerge che non è stato risolto il problema delle persone giuridiche e che la definizione dei destinatari dei divieti, siano essi *insiders* o *tippees* rimane talmente ampia da sfiorare l'indeterminatezza.

---

<sup>23</sup> *“Colui che possiede informazioni privilegiate in ragione della partecipazione al capitale di una società ovvero dell'esercizio di una funzione, anche pubblica, di una professione o di un ufficio.”*



Il Testo Unico ha operato un'opera di semplificazione e razionalizzazione delle condotte vietate. Infatti l'art. 180 relativo all' "*abuso di informazioni privilegiate*", individua solo tre fattispecie di reato contro le cinque indicate nella legge 157/1991<sup>24</sup>:

1. *utilizzo di informazioni privilegiate*: è il primo dei reati tipici degli *insiders* primari. La condotta sanzionata riguarda non il mero possesso dell'informazione, bensì l'utilizzazione della conoscenza anticipata di informazioni privilegiate. È richiesto un collegamento tra la conoscenza della notizia *price sensitive* e la decisione di effettuare la negoziazione, non rivelando che dalla transazione medesima l'*insider* primario ricavi un profitto;
2. *divulgazione di informazioni privilegiate*: si tratta dell'altro reato proprio degli *insider primari*, che riguarda due condotte alternative aventi come unico filo conduttore la messa a disposizione a terzi dell'informazione privilegiata. La divulgazione della notizia *price sensitive* può avvenire mediante: la comunicazione della notizia senza giustificato motivo (c.d. *tipping*, o "soffiata"), un consiglio di compiere operazioni su strumenti finanziari (c.d. *tuyutage*) che differisce dall'altra fattispecie per il fatto che non viene svelata l'informazione su cui il suggerimento si fonda;
3. *utilizzo secondario di informazioni privilegiate*: è una fattispecie criminosa prevista dall'articolo 180, comma 2, del TUF, che vede come protagonisti i c.d. *tippees*, identificati come coloro che abbiano "*ottenuto, direttamente o indirettamente, informazioni privilegiate*" da un *insider* primario. Il *tippee* dovrà essere cosciente non soltanto del fatto che l'informazione ricevuta si identifica come privilegiata, ai sensi dell'art.180, comma 3, del TUF, ma anche che il soggetto che l'ha fornita (direttamente o indirettamente) vi ha avuto accesso in

---

<sup>24</sup> Vedi pag. 7-8 di questo scritto.

ragione di situazioni che lo qualificano come *insider* primario. La norma in esame stabilisce che i *tippees* rispondono penalmente nel solo caso di compimento di operazioni borsistiche su strumenti finanziari attuate sfruttando le informazioni privilegiate a loro pervenute.

Per quanto concerne, il reato di aggio, il TUF lo configura ancora come reato di mero pericolo, che si configura in base alle due condotte che costituiscono le tradizionali modalità di realizzazione del reato stesso, vale a dire “*la divulgazione di notizie false, esagerate e tendenziose o il compimento di operazioni simulate o altri artifici idonei a provocare una sensibile alterazione del prezzo di strumenti finanziati o l'apparenza di un mercato attivo dei medesimi*” (art.181, comma 1, del TUF). È evidente che l'art. 181 del TUF disciplina il reato di aggio con l'obiettivo primario dell'efficienza del mercato, visto che la manipolazione dei prezzi che tale reato realizza impedisce ai prezzi stessi di riflettere il reale valore intrinseco dei titoli ed è quindi fattore di inefficienza informativa.

#### **1.4.3 L'evoluzione del sistema sanzionatorio dalla legge n°157/1991 al TUF**

La legge n°157/1991 sanzionava l'abuso di informazioni riservate esclusivamente in via penale, non contemplando affatto rimedi di tipo civilistico (strumenti di tipo restitutorio o risarcitorio) e/o rimedi amministrativo-disciplinari.

La direttiva comunitaria 89/252 non definiva il tipo di sanzione da applicare a coloro che infrangevano il divieto di utilizzare informazioni riservate, rimettendo a discrezione del singolo Stato membro di scegliere la pena da applicare, con il solo limite che le sanzioni dovevano essere “*sufficientemente persuasive*”.

Inizialmente il legislatore italiano ha optato per una tutela di tipo penale<sup>25</sup>, sanzione intrapresa dalla maggior parte dei Paesi comunitari e non solo, tra questi ricordiamo gli Stati Uniti, la Gran Bretagna, la Svizzera e la Francia. La scelta penale compiuta dal legislatore italiano si giustifica sulla base dell'esistenza di difficoltà che impediscono per le fattispecie in esame di elaborare uno schema civilistico di repressione del fenomeno.

In estrema sintesi, nel disposto della legge n.157/1997 il reato di *insider trading* era punito con la reclusione fino a un anno e con una multa da 10 a 300 milioni di lire, incrementabile, a discrezione del giudice, fino al triplo in base alla “*gravità del fatto*”. In caso di “*informazione riservata presuntivamente ottenuta*”, tali pene raddoppiavano. Il reato di *agiotaggio*, era punito con la reclusione fino a sei mesi e con una multa da 1 fino a 30 milioni di lire, con un articolato sistemi di aggravamenti qualora:

- l'operatore avesse perseguito il fine specifico di provocare una sensibile alterazione del prezzo del valore mobiliare;
- il fatto fosse commesso dal cittadino per favorire interessi stranieri o dal fatto fosse derivato un deprezzamento della valuta nazionale o dei titoli di Stato ovvero se la condotta fosse stata posta in essere a mezzo stampa o altri mezzi di comunicazione di massa (in tali casi era previsto il raddoppio delle pene);
- si rendessero autori del fatto tutta una serie di soggetti qualificati.

---

<sup>25</sup> La sanzione penale è per sua natura preordinata alla tutela di un bene giuridico di rilevanza generale ed il bene rappresentato dalla funzionalità e trasparenza del mercato mobiliare assume addirittura rilevanza costituzionale (art.47 Cost.).

Alle sanzioni detentiva e pecuniaria, che risultavano cumulabili, si aggiungevano le pene accessorie<sup>26</sup> per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni.

Tale sistema sanzionatorio è stato sottoposto a numerose critiche: in primo luogo si rilevano fondate censure di illegittimità costituzionale per l'irrazionale equiparazione di ipotesi diverse quanto a disvalore oggettivo e soggettivo; bisogna precisare che il disvalore insito nella condotta di *insider primario* è diverso da quello che caratterizza il comportamento di chi utilizza un'informazione da altri cedutagli o a lui indirettamente pervenuta; così chi si avvale personalmente della notizia riservata commette un abuso non riscontrabile nella condotta di colui che si limita a cederla ad altri. Equiparando i fatti di utilizzazione ai fatti di trasmissione a terzi delle informazioni riservate non si opera alcuna discriminazione soggettiva e a ciò deve aggiungersi l'aggravante che nessuna differenziazione è prevista rispetto alle pene accessorie. Altra critica fa riferimento al livello della pena detentiva considerata assai modesta, visto che il limite massimo è di un anno e non può essere elevabile; per quanto riguarda la pena pecuniaria, il legislatore nello stabilire il limite minimo ha evitato qualsiasi riferimento al profitto realizzato dall'*insider*, quando sembrerebbe logico che un reato commesso a fini di lucro dovesse esser punito incidendo sul patrimonio illecitamente accumulato; se le pene principali non sono sufficientemente efficaci, sarebbe compito delle sanzioni accessorie rendere la pena adeguata, ma ciò non avviene; nonostante le critiche sopra riportate, il legislatore non ha cercato di migliorare l'efficacia delle pene, mediante lo strumento della confisca; infine vengo prese in considerazione solamente forme di tutela penali, ignorando completamente le pene pecuniarie e detentive.

---

<sup>26</sup> Interdizione dai pubblici uffici, interdizione da una professione o da un'arte, interdizione temporanea dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese, incapacità di contrarre con la pubblica amministrazione.

Di fronte alle critiche avanzate sul sistema sanzionatorio previsto dalla legge del '91, il TUF, pur confermando il carattere penale delle sanzioni per i reati di *insider trading* e *aggiotaggio* su strumenti finanziari, ha apportato alcune modifiche ritenute rilevanti.

Il legislatore, in caso di reato di *insider trading* ha raddoppiato sia la durata massima della reclusione, pari a 2 anni, sia la pena pecuniaria variabile da un minimo di 20 milioni fino a un massimo di 600 milioni delle “vecchie” lire, riconfermando la facoltà per il giudice di aumentare la sanzione fino al triplo qualora sia necessario.

Il legislatore, nel TUF, ha previsto che in caso di condanna e di applicazione della pena sia sempre ordinata la confisca<sup>27</sup> dei mezzi, anche finanziari, utilizzati per compiere il reato, e dei beni che ne costituiscono il profitto illecito. Questa misura di sicurezza, assume un'importanza fondamentale sul piano della deterrenza, vista la scarsa efficacia delle pene principali e di quelle accessorie.

Invece, per quanto riguarda l'*aggiotaggio* sugli strumenti finanziari, il TUF ha ripreso l'impostazione tradizionale, per cui l'*aggiotaggio* costituisce una frode e come tale è punibile penalmente. L'obiettivo che il legislatore si è posto è stato quello di realizzare un mercato efficiente, nel quale garantire regole di correttezza e processi di formazione dei prezzi fisiologici secondo le regole della domanda e dell'offerta. Secondo questi obiettivi, il reato di *aggiotaggio* si è configurato come un reato di danno e un illecito di condotta, la cui conseguenza primaria consiste nel ledere la regolarità del mercato.

---

<sup>27</sup> La confisca è un provvedimento a carattere sanzionatorio, attraverso il quale la Pubblica Amministrazione acquisisce la proprietà di un bene. Il codice penale e numerose leggi speciali prevedono la confisca come misura di sicurezza patrimoniale nei confronti di beni che siano direttamente o indirettamente collegati al reato per il quale è stata pronunciata sentenza di condanna.

Il legislatore ha proceduto all'introduzione di pene più severe: come l'incremento del massimo edittale da sei mesi a tre anni e del limite massimo della multa da 15.493 a 25.822 euro.

Il terzo comma dell'art.181, TUF, ripropone tre ipotesi aggravanti, già indicate nella legge n°157/1991, tali da comportare un raddoppio delle pene:

- il fatto sia commesso dal cittadino per favorire interessi stranieri o dal fatto possa derivare un deprezzamento della valuta nazionale o dei titoli si Stato;
- si rendono autori del fatto tutta una serie di soggetti qualificati;
- la condotta sia posta in essere a mezzo stampa o altri mezzi di comunicazione di massa (c.d. *scalping*).

In definitiva, dall'analisi evolutiva del sistema sanzionatorio è possibile rilevare che pur colmando alcune lacune presenti nella vecchia disciplina, non si raggiungono gli effetti sperati, anche se è vero che solo dalla sua applicazione per un periodo di tempo ragionevolmente lungo, potranno emergere gli aspetti che ancora necessitano di una revisione legislativa.

Il legislatore ha provveduto, successivamente, a revisionare la disciplina dell'*insider trading* e dell' *aggiotaggio*, tramite il recepimento della Direttiva Comunitaria 2003/6/CEE, sulla *Market Abuse*, approvata dal Parlamento Europeo in data 28 gennaio 2003. Tale direttiva è volta a reprimere i reati di *market abuse* tra i quali rientrano sia l'abuso d'informazioni privilegiate (*insider trading*), sia le manipolazioni sui titoli quotati o la diffusione di notizie che forniscano, o siano suscettibili di fornire, informazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti finanziari (*aggiotaggio*).

L'ottica del legislatore comunitario è quella di rafforzare nell'ambito dell'Unione Europea la rete di protezione contro simili reati, che rappresentano elementi di turbativa grave circa il regolare svolgimento delle operazioni sui diversi mercati finanziari, nella consapevolezza che sempre più spesso detti reati assumono una dimensione transfrontaliera.

Sarà infatti necessario attendere il recepimento della Direttiva comunitaria 2003/6/CEE in tema di *Market Abuse*, attuato con la Legge comunitaria 2004 (Legge 18 aprile 2004, n°62, entrata in vigore il 12 maggio 2005), per assistere ad una nuova e profonda revisione in materia, ed all'introduzione di sanzioni amministrative, oltre che penali, nel trattamento dei reati di *insider trading* e *manipolazione del mercato*.

## 1.5 Caratteri peculiari e finalità direttiva 2003/6/CEE

La direttiva 2003/6/CE, è una direttiva attuativa del FSAP, che pone sotto la vigilanza

integrata<sup>28</sup> il fenomeno degli abusi di mercato.

Il *Financial Service Action Plan* (11 Maggio 1999), si è prefissato il raggiungimento di tre obiettivi fondamentali:

- L'integrazione dei mercati finanziari all'ingrosso;
- L'apertura dei mercati e dei servizi finanziari al dettaglio;
- L'armonizzazione ed il rafforzamento delle regole di vigilanza in ambito comunitario.

---

<sup>28</sup> Per raggiungere l'obiettivo di un vigilanza integrata comunitaria, c'erano due soluzioni possibili: la creazione di un organismo di vigilanza sovranazionale; la formazione di tre comitati composti dai responsabili delle autorità di vigilanza dei singoli Paesi membri (CEBS, CEIOPS, CERS). E' stata adottata la seconda soluzione.

In definitiva il Piano d'Azione dei Servizi Finanziari ha tracciato le linee guida per la creazione di un unico mercato europeo degli strumenti finanziari.

Gli *abusi di mercato* sono reati che vanno a ledere la fiducia degli investitori sul mercato, si va a colpire negativamente la buona fede degli stessi. Su questi reati è intervenuta la comunità Europea tramite il recepimento della direttiva sulla *Market Abuse*.

La disciplina *pre-market abuse*, disciplinava due tipi di reati:

- L'*insider trading*, abuso di informazioni privilegiate, consiste nella compravendita di strumenti finanziari (tipicamente azioni) da parte di chi versa nella condizione di insider primario o secondario;
- L'*aggiotaggio*, si fa riferimento ad operazioni, ordini di compravendita o diffusioni di informazioni, suscettibili di fornire indicazioni false o fuorvianti in relazioni a strumenti finanziari quotati (comprendeva anche la *manipolazione di mercato*) o non quotati ;

L'attuale disciplina sul *market abuse* distingue tre tipi di reati, ma ne disciplina solamente due:

- L'*insider trading*;
- La *manipolazione di mercato*;
- L'*aggiotaggio*.

In conclusione le finalità principali della Direttiva 2003/6/CE possono essere riassunte come:

- *Armonizzare le diverse normative nazionali relative agli abusi di mercato*, intendendo con ciò sia *insider trading*, sia *manipolazione di mercato* che *aggiotaggio*, con l'obiettivo di colpire allo stesso modo tutti gli abusi di mercato nei paesi comunitari;



- *Mantenere l'integrità dei mercati finanziari e accrescimento della fiducia* degli investitori che operano nei medesimi mercati.

### 1.5.1 *L'insider trading*

Il reato di *insider trading* consiste nella compravendita di strumenti finanziari (azioni) di chi

versa nella condizione di *insider*, cioè di colui che possiede *informazioni privilegiate* e ne abusa sfruttandole a proprio vantaggio, realizzando un profitto ingente ma illecito.

In definitiva, c'è quindi un volontario sfruttamento della propria posizione di *insider*, abusando di informazioni privilegiate da lui conosciute *ex-ante* rispetto al pubblico degli investitori sui mercati finanziari, dato che tale informazioni non sono state ancora rese pubbliche. Quindi l'*insider* si dice che abbia un *vantaggio tempistico*. Tale informazioni per essere considerate *informazioni privilegiate*, devono essere in possesso di tre caratteristiche: devono essere precise e veritiere, non devono ancora essere rese pubbliche al mercato e inoltre devono essere *price sensitive*.

Ai sensi dell'art.181 del TUF, per *informazione privilegiata* deve intendersi “*un'informazione di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari, che se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari*”.

I tre elementi fondamentali sui quali poggia la definizione sono dunque rappresentati : dalla non pubblicità dell'informazione, dal suo carattere preciso, e dalla sua idoneità a influire in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari.

Innanzitutto, l'informazione per essere considerata *privilegiata*, non deve essere resa pubblica, quindi è necessario precisare, come la comunicazione al pubblico delle *informazioni privilegiate* possa di fatto divenire pubblica: si pensi ai casi di divulgazione della notizia ad opera di soggetti che l'hanno legittimamente ottenuta da altri, oppure il caso in cui la notizia sia stata resa pubblica per altre vie: *“Qualora i soggetti indicati al comma 1, o una persona che agisca in loro nome o per loro conto, comunichino nel normale esercizio del lavoro, della professione, della funzione o dell'ufficio le informazioni indicate al comma 1 ad un terzo che non sia soggetto ad un obbligo di riservatezza legale, regolamentare, statutario o contrattuale, gli stessi soggetti indicati al comma 1, ne danno integrale comunicazione al pubblico, simultaneamente nel caso di divulgazione intenzionale e senza indugio in caso di divulgazione non intenzionale.”*<sup>29</sup>

In questi casi, la situazione viene ad essere risolta attraverso l'obbligatorietà dell'emittente di comunicare a chi di dovere, e quindi rendere pubbliche, le informazioni necessarie.

Con riferimento al carattere preciso dell'informazione, e della sua idoneità ad influire in modo significativo sui prezzi, l'art.181 al comma 3 e 4 del TUF fornisce puntuali indicazioni sull'argomento. Con particolare riferimento al comma 3, si stabilisce che un'informazione è di carattere *preciso* se sussistono due condizioni:

- a. l'esistenza di circostanze o eventi che si vengono effettivamente a verificare o che si possano, quasi con certezza, verificarsi;

---

<sup>29</sup> art.114 comma 4 del TUF

- b. l'informazione deve essere molto specifica, da trarre conclusioni sui possibili effetti sui prezzi degli strumenti finanziari, qualora vengano a verificarsi le circostanze o gli eventi, di cui al punto a),

Tuttavia la modifica di maggior rilievo consiste in ciò che il “fatto” da cui origina l'informazione non deve necessariamente essersi *compiutamente* verificato, essendo sufficiente che possa *ragionevolmente* verificarsi. Al fine di stabilire se una data informazione assume carattere *preciso*, l'interprete è tenuto a svolgere un'indagine di tipo probabilistico, dovendo per l'appunto valutare se la situazione che, in concreto si determina, sia *ragionevolmente idonea* a dar luogo ad *un'informazione privilegiata*.

Avendo una nozione tanto ampia di *informazione privilegiata*, è molto semplice attrarre, nell'ambito dell'applicazione della disciplina, notizie e informazioni molto vaghe ma soprattutto imprecise. Al fine di correggere questo aspetto, la disciplina si tutela definendo che l'informazione deve essere “*sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui alla lettera a) sui prezzi degli strumenti finanziari.*” (caso b)<sup>30</sup>. Con questa precisazione, viene circoscritta una soglia minima, al di sotto della quale l'informazione non è da ritenersi “privilegiata”. In sostanza, si tratta di un *test* di significatività, volto a sottrarre alla disciplina delle informazioni privilegiate in quanto non idonee ad impattare sui prezzi degli strumenti finanziari, perché considerate notizie ancora prive di sufficiente concretezza.

Quanto all'ultimo aspetto abbiamo detto che l'informazione, per essere considerata *informazione privilegiata*, deve essere tale da influenzare in modo *sensibile* i prezzi degli strumenti finanziari.

---

<sup>30</sup> art.181 comma 3.

L'art. 181, comma 4, TUF, ricorre al "test" dell'investitore "ragionevole". Quindi si fa riferimento all' *informazione che un investitore ragionevole utilizzerebbe come uno degli elementi su cui fondare le proprie scelte di investimento*. Al fine di appurare la *significatività* di una data informazione, l'indagine dovrà preoccuparsi non tanto, o non solo, di quantificare in astratto il possibile impatto che l'informazione può avere sui prezzi, quanto di stabilire la possibile incidenza dell'informazione stessa nel processo di investimento di un investitore "ragionevole". L'informazione sarà *price sensitive* se il suo utilizzo risulta determinante nell'assunzione di una scelta di investimento o disinvestimento, da parte di un investitore.

L'*insider* si distingue in *insider primario* e *insider secondario*:

1. Insider primario: rispetto alla previgente normativa (TUF) viene estesa la categoria di insider primario; definendo insider primari coloro che detengono informazioni privilegiate, oltre agli esponenti aziendali che detengono una particolare posizione come socio della società emittente, l'amministratore, il dirigente e chi esercita un'attività lavorativa (quindi una professione) nell'ambito di quell'azienda (avvocati, impiegati, commercialista, donna delle pulizie); o chi svolge una funzione pubblica (dipendente dell'autorità di vigilanza competente); chi entra in possesso delle informazioni a seguito di un'attività delittuosa (hacker o ladro). Tutti i soggetti appena citati sono da considerarsi "potenziali" insider primari, perché lo diventeranno effettivamente solo quando pongono in essere la fattispecie illecita, cioè utilizzano le informazioni in loro possesso per trarre profitti illeciti. Quindi è punibile colui che utilizza tali informazioni, e non colui che possiede tali informazioni. Un'altra novità della disciplina attuale, risiede nel non avere più un legame tra insider primario – insider secondario, dato che la punibilità è nei confronti di

“*chiunque risulti in possesso di informazioni privilegiate*”. Nella disciplina previgente l’insider secondario era colui che aveva ottenuto l’informazione privilegiata “direttamente o indirettamente” dall’insider primario; c’era, quindi, un’esistenza di un legame diretto tra insider primario- insider secondario. Questa ampia definizione, però, è da considerarsi un elemento negativo, perché si ha una definizione dei destinatari dei divieti troppo ampia, col rischio di creare un’indeterminazione della definizione di insider primario.

2. Insider secondario: è “*chiunque entri in possesso di informazioni privilegiate*”. Nella normativa previgente le informazioni venivano trasmesse dall’insider primario all’insider secondario, ora riguarda la posizione di chiunque entri in possesso dell’informazione privilegiata pur non essendo nelle condizioni di insider primario, ma ottenendo le notizie per diffusione.

Per fattispecie sanzionabili si intendono i comportamenti illeciti. Per entrambe le categorie di insider primario-secondario, tra le fattispecie sanzionabili troviamo:

- *trading*: utilizzo dell’informazione privilegiata per effettuare negoziazioni e ricavare profitti;
- *tipping*: si realizza quando si divulga agli altri l’informazione privilegiata senza giustificato motivo; la c.d. *soffiata*;
- *tuyautage*: non consiste nella divulgazione delle informazioni, ma è un consiglio dato sulla base delle informazioni privilegiate, senza divulgare l’informazione stessa.

Nella normativa previgente solamente l’*insider primario* era colpito da sanzione se si trovava in una delle tre fattispecie, mentre l’insider secondario era punibile solo se faceva *trading*.

### 1.5.2 Manipolazione di mercato e Aggiotaggio

Con l'espressione *manipolazione di mercato*, ci riferiamo ad un insieme di comportamenti che determinano perturbazioni nelle condizioni di fisiologico funzionamento del mercato mobiliare.

Il tratto comune delle varie condotte illecite è rappresentato dall'utilizzo "*manipolativo*" dei meccanismi sul quale poggia il funzionamento dei mercati efficienti. La diffusione di notizie false o operazioni false o fuorvianti, tali da far modificare il prezzo degli strumenti finanziari quotati o per i quali è stata richiesta l'ammissione alla quotazioni, sono le condotte illecite di cui stiamo parlando.

La Direttiva 2003/6/CE, individua tre categorie di condotte che configurano manipolazione di mercato:

- a) dall'effettuazione di operazioni, ordini di compravendita che hanno l'effetto di fornire indicazioni false o fuorvianti circa la situazione di mercato di un determinato strumento, o che consentano di fissare il prezzo di strumenti finanziari ad un livello anormale o artificiale; quindi dagli ordini di compravendita falsi ne derivano condizioni di mercato fittizie;
- b) dall'effettuazione di operazioni o ordini che utilizzano "artifici o ogni altro tipo di inganno espediente";
- c) dalla diffusione di informazioni false o fuorvianti in merito agli strumenti finanziari.

La materia della manipolazione del mercato non era ignota al sistema italiano, essendo in parte riconducibile nella fattispecie dell'aggiotaggio. La nuova dimensione del concetto di manipolazione del mercato è molto più ampia: essa comprende comportamenti che non erano ricompresi nella nozione di aggiotaggio.

Prima nella normativa previgente, le manipolazioni di mercato comprendevano anche l'aggiotaggio; oggi l'aggiotaggio non è regolamentato dalla Direttiva sulla *Market Abuse*, ma è regolamentato dalla normativa previgente (TUF), e si distingue dalla manipolazione solamente per *l'oggetto* dell'operazione:

- *La manipolazione di mercato*, fa riferimento ad operazioni, ordini di compravendita o diffusioni di informazioni, suscettibili di fornire indicazioni false o fuorvianti in relazioni a strumenti finanziari quotati o per cui è stata richiesta l'ammissione alla quotazione;
- *L'aggiotaggio*, stessi comportamenti illeciti della manipolazione di mercato, ma avendo ad oggetto titoli non quotati.

Le fattispecie che configurano questi due reati sono le stesse:

1. *Diffusione di notizie false e/o fuorvianti sugli strumenti finanziari* tramite i mezzi di informazione;
2. *Operazioni simulate*, cioè volte a creare un mercato apparente<sup>31</sup> cioè operazioni o ordini di compravendita che siano idonee a dare indicazioni false/fuorvianti sull'offerta/domanda e prezzo degli strumenti finanziari.

Entrambi queste fattispecie devono essere *price sensitive*, cioè devono provocare una marcata alterazione dei prezzi degli strumenti finanziari.

### 1.5.3 Le sanzioni e le nuove misure di prevenzione

Uno degli elementi più innovativi della riforma è rappresentato dall'introduzione di sanzioni amministrative, che si aggiungono a quelle penali in relazione agli illeciti che configurano abusi di mercato. L'introduzione di sanzioni amministrative è una scelta obbligata, in cui si stabilisce che le sanzioni dovrebbero essere “*efficaci*,

---

<sup>31</sup> Un mercato che sembra alimentato da operazioni ma in realtà è un mercato asfittico.

*proporzionate e dissuasive*”; di converso la disciplina comunitaria configurava come mera facoltà degli Stati membri l’applicazione (anche) di sanzioni penali. L’Italia, nel recepire la Direttiva, ha preferito adottare la soluzione più rigorista, introducendo le sanzioni amministrative, e mantenendo le sanzioni penali come era già stato disposto dal TUF.

Il nuovo trattamento sanzionatorio è disposto nel seguente modo:

- *insider trading*: viene applicata una sanzione penale, qualora ci sia la presenza di un dolo<sup>32</sup>, da 1 a 6 anni di reclusione e una sanzione amministrativa da 20.000 a 3 milioni di euro; viene applicata solo una sanzione amministrativa, qualora sia verificata una negligenza o un’imperizia<sup>33</sup>, da 20.000 a 3 milione di euro;
- *manipolazione di mercato*: viene applicata una sanzione penale, qualora ci sia la presenza di un dolo, da 1 a 6 anni di reclusione e una sanzione amministrativa da 20.000 a 5 milioni di euro; viene applicata solo una sanzione amministrativa, qualora sia verificata una negligenza o un’imperizia, da 20.000 a 5 milione di euro;
- *aggiotaggio*: viene applicata solo sanzione penale con reclusione da 1 a 5 anni.

Viene rispettato quanto già stabilito dalla previgente normativa.

Alle sanzioni penali e amministrative, si aggiungono le pene accessorie, per una durata non inferiore a sei mesi e non superiore a due anni per le sanzioni penali; e per una durata non inferiore a 2 mesi e non superiore a 3 anni per le sanzioni amministrative.

---

<sup>32</sup> L'art. 43 cp: "il delitto è doloso o secondo l'intenzione quando l'evento dannoso o pericoloso, che è il risultato dell'azione o dell'omissione e da cui la legge fa dipendere l'esistenza del delitto è dall'agente preveduto e voluto come conseguenza della sua azione od omissione".

<sup>33</sup> E' un'ipotesi di imprudenza qualificata, propria di chi compie atti che presuppongono la conoscenza di regole tecniche non rispettate per ignoranza od inettitudine ad applicarle (es.: chirurgo che compie un'operazione per la quale non è qualificato).



Le pene accessorie in caso di sanzioni penali sono l'interdizione pubblici uffici, professione e incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione; mentre le pene accessorie in caso di sanzioni amministrative sono “[...] *la perdita temporanea dei requisiti di onorabilità per gli esponenti aziendali ed i partecipanti al capitale dei soggetti abilitati, delle società di gestione del mercato, nonché per i revisori e i promotori finanziari e, per gli esponenti aziendali di società quotate, l'incapacità temporanea ad assumere incarichi di amministrazione, direzione e controllo nell'ambito di società quotate e di società appartenenti al medesimo gruppo di società quotate*”<sup>34</sup>. Per le più gravi violazioni scatta la confisca dei beni, mezzi che costituiscono il profitto del reato.

Con la nuova disciplina risulta ampliato, rispetto alla vigente, il suo ambito di applicazione. In passato era possibile eludere la norma andando a compiere operazioni di trading in mercati non regolamentati. Con la Direttiva sulla *Market Abuse*, questa possibilità viene resa vana: basta che sia rispettato l'oggetto della negoziazione, ovvero che siano strumenti quotati o per i quali è stata richiesta l'ammissione alla quotazione, a prescindere se la negoziazione avvenga in un mercato regolamentato oppure non regolamentato.

Anche per quanto riguarda gli obblighi di comunicazione, il legislatore è intervenuto ampliando tali obblighi, per garantire maggior condizioni di trasparenza. Le società emittenti hanno **l'obbligo di comunicazione** tempestiva delle informazioni privilegiate e devono tenere un **registro** dove vengono indicati i potenziali *insider primari*. Spetta alla Consob stabilire le modalità di istituzione, tenuta e aggiornamento del registro stesso. La *ratio* è sostanzialmente quella di istituire uno strumento volto a identificare *ex-ante* le persone che sono in possesso di informazioni privilegiate: in definitiva si

---

<sup>34</sup> art 187 quater comma 1.

tratta di un mezzo che dovrebbe agevolare la fase di accertamento degli illeciti, e, proprio per questo motivo, dovrebbe fungere da strumento di prevenzione. Al di là delle disposizioni tecniche va osservato che la disciplina oltrepassa l'ambito dei soli emittenti quotati, o dei soggetti in rapporto di controllo con gli stessi: sono, infatti, tenuti alla tenuta del registro anche i soggetti che *“agiscono in loro nome o per loro conto”*. La formulazione è tale da ricomprendere tutti coloro che operano nell'interesse dell'emittente quotato e che, in virtù dell'attività svolta, possono ottenere la disponibilità di informazioni privilegiate: a puro titolo esemplificativo vi rientrano consulenti (avvocati, commercialisti, notai, ecc.), revisori contabili, intermediari incaricati dello svolgimento di operazioni per conto dell'emittente quotato (ad esempio, operazioni di finanza straordinaria, offerte pubbliche, acquisizioni, ecc.). Nel registro troveranno poi iscrizione sia soggetti che sono permanentemente in possesso di informazioni privilegiate (tipicamente i vertici aziendali dell'emittente quotato) sia soggetti che vengono in possesso di tali informazioni in via occasionale (ad esempio, il consulente per una determinata operazione o attività, e per il periodo coincidente con lo svolgimento della stessa). Quanto agli obblighi di comunicazione delle operazioni effettuate sui titoli degli emittenti, si tratta di una soluzione non innovativa ma che la disciplina comunitaria elabora ed affina ulteriormente, disponendo anche che tali obblighi di comunicazione siano da effettuare sia nei confronti della Consob, sia nei confronti del pubblico. Tale comunicazione deve essere effettuata: dai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di controllo o di direzione in un emittente quotato; dai dirigenti che abbiano regolare accesso alle informazioni privilegiate e detengono il potere di adottare decisioni di gestione che possono incidere sull'evoluzione e sulle prospettive future dell'emittente quotato; da chiunque detenga azioni in misura almeno pari al 10 per cento del capitale sociale, nonché da ogni altro

soggetto che controlla l'emittente quotato. Onde evitare facili elusioni della disciplina, la comunicazione è richiesta anche per le operazioni compiute dal coniuge a carico, nonché dai genitori, i parenti e gli affini conviventi dei soggetti sopra indicati, nonché negli altri casi individuati dalla Consob con regolamento in conformità alle disposizioni comunitarie. Al fine di evitare inutili appesantimenti della regolamentazione, è infine disposto che l'obbligo di comunicazione non scatta per le operazioni il cui importo complessivo non superi i 5.000 euro entro la fine di ciascun anno.

È stabilito l'obbligo, agli intermediari, di comunicare eventuali operazioni sospette; e l'obbligo di trasparenza e correttezza nella diffusione delle valutazioni sugli strumenti finanziari, emesse dai revisori contabili e dalle società di rating.

Inoltre, vengono riconosciuti nuovi poteri alla Consob nella sua attività di accertamento (vigilanza ispettiva ed informativa): l'autorità di vigilanza, prima della riforma, poteva rivolgere la sua attività solo nei confronti dei soggetti vigilati; oggi può rivolgersi nei confronti di chiunque appaia informato dei fatti, chiedendo notizie, dati, documenti, registrazioni telefoniche. La Consob ha il potere di sequestrare i beni oggetti di confisca<sup>35</sup>, e fare ispezioni; può infine avvalersi dei poteri della Guardia di Finanza, e chiedere informazioni alla pubblica amministrazione. Infine, bisogna precisare che manca l'apparato sanzionatorio nei confronti dell'autorità di vigilanza, collegato alle richieste e ai poteri in caso di inadempimento delle richieste Consob, in definitiva se un soggetto non adempie alle richieste Consob non viene sanzionato.

---

<sup>35</sup>Il sequestro è il provvedimento con cui si assicura in via preventiva il soddisfacimento delle ragioni dell'attore, impedendo al debitore di disfarsi dei suoi beni prima che il processo sia concluso da una sentenza definitiva. La confisca invece è una misura di sicurezza patrimoniale che tende a prevenire la commissione di nuovi reati mediante l'espropriazione a favore dello Stato di cose che, provenendo da fatti illeciti penali o in altro modo collegandosi alla loro esecuzione, manterrebbero viva l'idea e l'attrattiva del reato. Ha per oggetto le cose che servirono o furono destinate a commettere il reato e quelle che ne sono il prodotto o il profitto

#### 1.5.4 Conclusioni *Direttiva Market Abuse*

La direttiva 2003/6/CE, si muove nell'ottica di una maggior cooperazione tra gli organi di vigilanza dei diversi paesi membri ed a un'armonizzazione delle diverse discipline in materia, in ambito comunitario (obiettivo prioritario del FSAP) così si potranno cogliere sintomi patologici e anticipare potenziali situazioni di instabilità finanziaria. Tra le varie novità della Direttiva comunitaria, è importante indicare i seguenti elementi di forza:

- l'aver definito in modo puntuale l'*informazione privilegiata*;
- l'aver esteso la categoria di insider primari (elemento di forza e debolezza);
- le fattispecie sanzionabili: equiparati *insider primari e insider secondari*;
- l'introduzione delle sanzioni amministrative, grazie alla depenalizzazione delle sanzioni, accanto a quelle penali;
- i maggior obblighi di comunicazione (aumento della trasparenza e la capacità informativa verso i terzi delle società emittenti);
- l'aver ampliato l'ambito di applicazione della nuova disciplina, prevedendo la punibilità delle condotte illecite anche se compiute nei mercati non regolamentati;
- l'aver ampliato i poteri della Consob e l'organico (anche se non sono previste sanzioni per inadempimento di richieste Consob).

È necessario indicare, anche, gli elementi di debolezza della Direttiva comunitaria:

- la destinazione dei divieti permane troppo ampia, sussiste il rischio di indeterminazione della definizione, perché colpisce troppi soggetti (la definizione di *insider* primario è troppo elevata);

- non esiste una reale distinzione tra reati penali e reati amministrativi (non esiste una gradazione dei reati);
- a comportamenti analoghi corrispondono sanzioni diverse (vedi aggrigotaggio e manipolazione di mercato);
- obblighi di comunicazione a carico di persone che potrebbero non essere a conoscenza (es. la moglie dell'amministratore).

### **1.5.5 Direttiva Market Abuse: evoluzione e ultime modifiche.**

Alla luce degli scoraggianti esiti dell'analisi operata dal cosiddetto «gruppo di Lavosère», incaricato di valutare l'efficacia dissuasiva e preventiva dei vigenti sistemi normativi nazionali in tema di *market abuse*, l'Unione Europea pare aver optato per un generale rafforzamento normativo del contrasto ai fenomeni di abuso di mercato, mediante un “intervento complesso” finalizzato a dispiegare strumenti di armonizzazione minima e strumenti dotati di immeditata prescrittività per gli Stati membri.

Merita di essere preliminarmente precisato che l'effettiva applicazione del Regolamento n. 596/2013(Mar), nonché la *deadline* per l'adeguamento degli ordinamenti nazionali alle indicazioni della Direttiva 2014/57/UE (“Csmad”<sup>36</sup>), sono individuati nella data comune del 3 luglio 2016: data che coincide anche con l'abrogazione della Direttiva 2003/6/CE.

Le principali novità per quanto concerne il Mar (*market abuse regulation*) riguardano i seguenti punti:

1. La ridefinizione del concetto cardine di informazione privilegiata;

---

<sup>36</sup> Direttiva relativa alle sanzioni penali nei casi di abusi di mercato.

2. L'introduzione della nozione di condotta legittima ("*safe harbour*");
3. Il riconoscimento della possibilità di effettuare sondaggi di mercato;
4. Le rinnovate disposizioni in materia di comunicazione al mercato;
5. L'estensione della normativa ai mercati delle merci e degli strumenti derivati collegati;
6. L'estensione della normativa anche agli strumenti finanziari negoziati su sistemi di negoziazione multilaterali (Mtf), altri sistemi di negoziazione organizzati (Otf) e over the counter (Otc);
7. L'estensione della definizione di manipolazione del mercato anche agli ordini di negoziazione effettuati attraverso mezzi elettronici;
8. L'analisi delle prassi di mercato ammesse che consentono di non incorrere nei divieti di manipolazione del mercato;
9. L'applicazione di misure di prevenzione ad hoc in relazione al fenomeno di *whistleblowing*<sup>37</sup>;
10. La disciplina minima delle sanzioni amministrative o altre misure amministrative.

La Direttiva 2014/57 (*Criminal sanction market abuse directive*), altrimenti conosciuta come Mad II, vi introduce l'adozione della disciplina delle sanzioni penali per gli abusi di mercato.

---

<sup>37</sup> Il "*whistleblower*" (soffiatore nel fischietto) è il lavoratore che, durante l'attività lavorativa all'interno di un'azienda, rileva una possibile frode, un pericolo o un altro serio rischio che possa danneggiare clienti, colleghi, azionisti, il pubblico o la stessa reputazione dell'impresa/ente pubblico/fondazione; per questo decide di segnalarla.

La Direttiva impone agli Stati membri l'adozione di sanzioni penali *almeno per i reati gravi di abuso di mercato*, individuandoli nella commissione dolosa di *abuso di informazioni privilegiate*, di *manipolazione del mercato* e di *comunicazione illecita di informazioni privilegiate*, nonché l'istigazione, il favoreggiamento, il concorso e il tentativo a commettere tali reati. Merita notare come il legislatore comunitario abbia tenuto distinta la figura dell'abuso di informazioni privilegiate, comprensiva delle condotte di *trading* e di *tuyautage*, da quella di mero *tipping*, ricollegandovi un differente trattamento sanzionatorio: pena detentiva minima pari ad almeno 4 anni di reclusione, nel primo caso; non inferiore ai due anni, nel secondo.

La costruzione del quadro sanzionatorio si articola ulteriormente, da un lato, attraverso la specifica richiesta di criminalizzare anche eventuali condotte di induzione, favoreggiamento e concorso nei reati; dall'altro, affiancando le sanzioni penali previste nei confronti dell'agente-persona fisica con sanzioni, di natura pecuniaria e interdittiva, a carico della persona giuridica che dalla commissione dell'illecito.

In definitiva, la Direttiva mira ad assicurare l'omogeneità delle reazioni nazionali ai fenomeni di *market abuse* mediante la standardizzazione delle condotte che dovrebbero integrare le ipotesi delittuose e attraverso l'individuazione dell'estremo minimo della cornice edittale con cui corredare tali reati: resta ferma la facoltà dei singoli Stati membri di adottare *norme di diritto penale più severe in materia di abusi di mercato*, purché le sanzioni erogate rispondano sempre a valutazioni di effettività, proporzionalità e capacità dissuasiva.

Proprio sul piano della risposta sanzionatoria si coglie la più rilevante innovazione rispetto alla disciplina previgente. Mentre la Direttiva 2003/6/CE imponeva agli Stati membri l'adozione di misure e sanzioni di natura amministrativa per reprimere condotte

di *market abuse*, lasciando piena discrezionalità in ordine all'approntamento di eventuali sanzioni penali, l'attuale quadro normativo appare ben diverso: la Direttiva 2014/57, dichiara che l'introduzione, da parte degli Stati membri, di sanzioni penali almeno per i reati gravi di abusi di mercato è *essenziale* per garantire l'attuazione efficace della politica dell'Unione in materia, mentre gli Stati membri, *oltre* a sanzioni penali, possono prevedere altresì delle sanzioni amministrative per le stesse infrazioni. Dalla lettura congiunta di queste indicazioni emerge una prospettiva rovesciata rispetto al passato: obbligo di sanzioni penali, facoltà di sanzioni amministrative.

Nell'attesa del recepimento del pacchetto normativo Mad II/Mar, un'altra direttiva ha cominciato a rendersi protagonista: la Direttiva (Ue) 2015/2392. Nello specifico la direttiva implementa il Mar, integrandolo in termini di procedure operative correlate alla disciplina inerente ai fenomeni del *whistleblowing*. Alla luce delle previsioni contenute nel Regolamento, che incaricano la Commissione Europea all'adozione di atti delegati per precisare le procedure di segnalazione delle violazioni del Regolamento all'Autorità competente e delle misure per la protezione delle persone e dei loro dati personali, si stabilisce:

1. La previsione di staff dedicato alla gestione delle segnalazioni;
2. La predisposizione di sezioni separate del sito internet dell'Autorità competente in ordine all'informativa riguardo alla ricezione di segnalazione di violazioni;
3. Le procedure applicabili al reporting delle violazioni ;
4. La predisposizione di canali di comunicazioni indipendenti e autonomi che assicurino la confidenzialità delle informazioni;
5. La registrazione delle segnalazioni ricevute;



6. La protezione dei dati personali;

7. La revisione delle procedure almeno ogni due anni.

La normativa è pronta, ora l'iter di recepimento va portato a compimento negli Stati interessati. Soprattutto in Italia.



# Gli abusi di mercato in Italia: analisi quantitativa 2002-2014

---

## 2.1 La vigilanza sui mercati.

La Consob, Commissione nazionale per le società e la borsa, è l'organo di controllo del mercato finanziario italiano<sup>38</sup>. I suoi compiti possono essere sintetizzati in:

- Verificare la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori per la salvaguardia della fiducia e la competitività del sistema finanziario, la tutela degli investitori, l'osservanza delle norme in materia finanziaria;
- Vigilare per prevenire e sanzionare eventuali comportamenti scorretti;
- Operare per garantire la massima efficienza delle contrattazioni, assicurando la qualità dei prezzi nonché l'efficienza e la certezza delle modalità di esecuzione dei contratti conclusi sui mercati regolamentati.

La Consob, oltre a vigilare sugli intermediari, sulle società, si occupa anche della vigilanza sui mercati, caratterizzata dal duplice intento di tutelare gli investitori e garantire il buon funzionamento dei mercati mobiliari.

I macro obiettivi della vigilanza sui mercati regolamentati sono definiti dall'art. 74 del TUF e in sintesi sono :

- *la trasparenza del mercato;*
- *la tutela degli investitori;*

---

<sup>38</sup> Secondo il criterio della *finalità* spetta alla Consob vigilare sul rispetto delle norme relative alla *trasparenza* e alla *correttezza* dei comportamenti, mentre è la Banca d'Italia che deve vigilare sull'attuazione di norme volte ad assicurare la *sana* e *prudente* gestione da parte degli intermediari finanziari

- *l'ordinato svolgimento delle negoziazioni.*

La vigilanza sui mercati può essere esercitata attraverso diversi strumenti di seguito elencati:

- ***Vigilanza regolamentare:*** potere di adottare norme di attuazione; la Consob vigila affinché la regolamentazione del mercato sia idonea ad assicurare l'effettivo raggiungimento della trasparenza del mercato, dell'ordinato svolgimento delle negoziazioni e della tutela degli investitori, e può richiedere alle società di gestione modifiche della regolamentazione del mercato stesso idonee a eliminare le anomalie riscontrate;
- ***Poteri di autorizzazione:*** relativi ai mercati regolamentati e a soggetti che intendono essere abilitati allo svolgimento di specifiche attività;
- ***Vigilanza informativa:*** che si articola in:
  - potere di richiedere la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di atti e documenti alle Società di gestione dei mercati;
  - poteri riconosciuti dall'art. 187-*octies* del TUF per contrastare i fenomeni di abuso di mercato, esercitabili nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti. Oltre alla facoltà di richiedere notizie, dati o documenti la Consob può anche richiedere registrazioni telefoniche, svolgere audizioni personali;
- ***Vigilanza ispettiva:*** La Consob può procedere a ispezioni e perquisizioni, anche avvalendosi della Guardia di Finanza.
  - ***Procedimento sanzionatorio:*** si interviene con questo potere in caso di accertate irregolarità da parte del soggetto vigilato, e rappresenta lo sbocco delle attività di vigilanza informativa ed ispettiva. Il

procedimento sanzionatorio può essere inteso come uno strumento di controllo sociale che ha il compito di prevenire e identificare quelle condotte che non rispettano a pieno le regole. In questo modo si invogliano i soggetti vigilati ad avere una condotta e un'organizzazione rispettosa delle regole, tutelando indirettamente anche gli investitori. Il diritto di difesa e di contraddittorio è assicurato ai soggetti interessati dalla partecipazione al procedimento amministrativo nonché dalla possibilità di ricorrere alla competente Corte di Appello avverso le sanzioni irrogate dalla Consob.

- ***Specifici poteri di intervento sui soggetti vigilati:*** La Consob, in particolare, può procedere al sequestro dei beni che possono formare oggetto di confisca nell'ambito del procedimento sanzionatorio

L'art. 187-*octies* elenca tutti i poteri in capo alla Consob per contrastare i fenomeni di abuso di mercato:

- La Consob compie tutti gli atti necessari all'accertamento delle violazioni delle disposizioni in materia di abuso di mercato;
- La Consob può nei confronti di chiunque possa essere informato sui fatti:
  - a) richiedere notizie, dati o documenti sotto qualsiasi forma stabilendo il termine per la relativa comunicazione;
  - b) richiedere le registrazioni telefoniche esistenti stabilendo il termine per la relativa comunicazione;
  - c) procedere ad audizione personale;
  - d) procedere al sequestro<sup>39</sup> dei beni che possono formare oggetto di confisca ai sensi dell'articolo 187-*sexies*<sup>40</sup>;

---

<sup>39</sup> Quando si è proceduto a sequestro, gli interessati possono porre opposizione alla Consob.

e) procedere ad ispezioni;

f) procedere a perquisizioni nei modi previsti dalla legge<sup>41</sup>.

- La Consob inoltre può:
  - avvalersi della collaborazione delle Pubbliche Amministrazioni, richiedendo la comunicazione di dati ed informazioni;
  - accedere direttamente, mediante apposita connessione telematica, ai dati contenuti nella Centrale dei rischi della Banca d'Italia;
- Nell'esercizio dei poteri previsti, la Consob può avvalersi della Guardia di Finanza che esegue gli accertamenti richiesti agendo con i poteri di indagine ad essa attribuiti<sup>42</sup>;
- La Consob, la dove è previsto dalla legge, può infliggere sanzioni pecuniarie con effetto esecutivo. Decorso inutilmente il termine fissato per il pagamento, la Consob procede alla riscossione delle somme dovute in base alle norme previste dalla legge<sup>43</sup>.

In considerazione dell'esclusiva opzione sanzionatoria penale adottata nell'ordinamento sino al 2005, le due precedenti normative interne in tema di abuso di mercato, conferivano alla Consob un ruolo limitato a vigilare e indagare senza altre funzioni; inoltre ad essa era concessa la possibilità di intervento nel giudizio penale. La nuova legislazione nazionale, non solo investe la Consob anche di una funzione decisionale,

---

<sup>40</sup> Art.187-sexies del TUF: *“1) L'applicazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dal presente capo importa sempre la confisca del prodotto o del profitto dell'illecito e dei beni utilizzati per commetterlo. 2) Qualora non sia possibile eseguire la confisca a norma del comma 1, la stessa può avere ad oggetto somme di denaro, beni o altre utilità di valore equivalente. 3) In nessun caso può essere disposta la confisca di beni che non appartengono ad una delle persone cui è applicata la sanzione amministrativa pecuniaria.”*

<sup>41</sup> Nei casi c), d), e) e f) viene redatto processo verbale dei dati e delle informazioni acquisite, dei sequestri eseguiti e delle dichiarazioni rese dagli interessati, i quali sono invitati a firmare il processo verbale e hanno diritto di averne una copia.

<sup>42</sup> Tutte le notizie, le informazioni e i dati acquisiti dalla Guardia di Finanza nell'assolvimento dei compiti, sono coperti dal segreto d'ufficio e vengono, senza indugio, comunicati esclusivamente alla Consob.

<sup>43</sup> Mediante le entrate dello Stato, degli enti territoriali, degli enti pubblici e previdenziali.

ma ne rafforza anche i poteri, già in precedenza assegnatele in materia dell'accertamento degli illeciti e delle partecipazioni ai giudizi innanzi alla magistratura ordinaria.

Nella maggior parte dei casi, le relazioni all'Autorità Giudiziaria in materia di abuso di informazioni privilegiate si sono limitate a fornire al Pubblico Ministero l'elenco dei committenti finali che avevano operato in modo anomalo, unitamente alla descrizione dettagliata dell'operatività e all'esposizione degli elementi di anomalia. Di norma le relazioni non riportano indicazioni, invece, circa il possesso dell'informazione privilegiata da parte dei committenti finali delle operazioni, salva la ricostruzione dei collegamenti potenziali fra i committenti stessi e le fonti dell'informazione privilegiata. I relativi accertamenti sono infatti rimessi al Pubblico Ministero che, in materia, è dotato di strumenti di indagine più efficaci di quelli a disposizione della Consob. Le relazioni concernenti i casi di aggio, invece, sono generalmente trasmesse al Pubblico Ministero complete di ogni elemento necessario a configurare le ipotesi di reato, in quanto si è più in grado di far emergere i fenomeni delittuosi della specie a seguito di indagini tecnicamente complesse.

## **2.2 Attività di accertamento della Consob**

La vigilanza sul rispetto delle disposizioni in tema di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione del mercato, come di consueto, ha impegnato intensamente l'Istituto. L'attività di accertamento è stata significativamente potenziata nel corso del 2010 in termini sia qualitativi sia quantitativi. In particolare, con riguardo all'abuso di informazioni privilegiate è stata adottata una procedura finalizzata ad articolare le indagini in 2 fasi. La fase preliminare, svolta nell'ambito dell'attività di monitoraggio dei mercati, mira a individuare anomalie e segnali di possibili illeciti. La seconda fase,

avviata in conclusione alle verifiche preliminari, è tesa ad accertare la sussistenza di elementi che configurano ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali.

L'adozione della procedura sopra descritta ha incrementato l'efficienza dell'azione di vigilanza, indirizzando l'attività di accertamento in funzione della gravità delle anomalie rilevate. L'Istituto ha inoltre adottato un approccio strutturato e coordinato nel monitoraggio delle varie fonti informative disponibili, al fine di migliorare sia l'efficienza sia l'efficacia dell'attività di individuazione e accertamento dei casi di illecito. In primo luogo, gli intermediari sono stati sollecitati a incrementare il livello qualitativo, ancor più che quantitativo, delle segnalazioni di operazioni sospette di abusi di mercato cui sono tenuti ai sensi dell'art. 187-*nonies* del Tuf<sup>44</sup>. A tal fine è stato realizzato un ciclo di incontri, su base sia individuale sia collettiva, con gli esponenti di 15 intermediari selezionati in base alle rispettive quote di mercato, tipologia di attività esercitata, tipologia di clientela, frequenza e correttezza delle segnalazioni effettuate. Nell'ambito dell'incontro collettivo, organizzato con l'ausilio di *Assosim*<sup>45</sup>, l'Istituto ha illustrato le modalità di utilizzo delle segnalazioni di operazioni sospette ai fini dell'individuazione di elementi che possono configurare ipotesi di illecito, evidenziando altresì la differenza tra condotte abusive vere e proprie e comportamenti di *market misuse*. Al riguardo è stato avviato un confronto con l'industria finalizzato a prevenire un "uso improprio" del mercato, nella consapevolezza che la prevenzione sia uno

---

<sup>44</sup> Art.187-*nonies*: "I soggetti abilitati, gli agenti di cambio iscritti nel ruolo unico nazionale e le società di gestione del mercato devono segnalare senza indugio alla Consob le operazioni che, in base a ragionevoli motivi, possono ritenersi configurare una violazione delle disposizioni di cui al presente titolo. La Consob stabilisce, con regolamento, le categorie di soggetti tenuti a tale obbligo, gli elementi e le circostanze da prendere in considerazione per la valutazione dei comportamenti idonei a costituire operazioni sospette, nonché le modalità e i termini di tali segnalazioni."

<sup>45</sup> ASSOSIM: Associazione Italiana degli Intermediari Mobiliari, rappresenta gli operatori del mercato mobiliare italiano nei confronti degli Organi dello Stato e delle Amministrazioni pubbliche, delle altre Associazioni imprenditoriali, di Organizzazioni economiche e sociali e di altre Associazioni, Enti, Soggetti pubblici e privati. ASSOSIM svolge attività di ricerca, assistenza normativa e formazione, con pubblicazioni e organizzazione di convegni e seminari.



strumento di tutela dell'integrità del mercato più immediato ed efficace dell'accertamento e della sanzione di illeciti.

Nel corso di un incontro è stata altresì illustrata la Comunicazione 10039224 del 30 aprile 2010, nella quale sono state fornite indicazioni ben precise per individuare comportamenti manipolativi attuati mediante l'immissione e la successiva cancellazione di ordini:” *L’esperienza di vigilanza ha fatto emergere diversi casi di manipolazione del mercato, di tipo operativo, basati sull’immissione di ordini durante le aste e sulla successiva cancellazione degli stessi o riduzione della loro dimensione, allo scopo di fornire indicazioni fuorvianti circa l’esistenza di una domanda o di un’offerta di uno strumento finanziario a determinati prezzi. la Commissione ha poi specificato che la condotta in esame può declinarsi in 2 schemi operativi differenti a seconda dell’effetto che il manipolatore intende produrre sul mercato. Nel primo schema l’inserimento di ordini senza intenzione di eseguirli potrà risultare volto a correggere decettivamente una situazione di squilibrio tra domanda e offerta sullo strumento finanziario, in modo da far venir meno l’interesse di potenziali partecipanti al mercato a inserire ordini idonei a produrre effettivamente il riequilibrio tra domanda e offerta, nonché creare le condizioni per ripristinare (anche parzialmente) la situazione iniziale di squilibrio con la pianificata cancellazione degli ordini nei momenti finali della fase di pre-asta, traendone vantaggio tipicamente mediante l’esecuzione di altri ordini dello stesso segno al prezzo più favorevole così formatosi. Nel secondo schema l’inserimento di ordini senza intenzione di eseguirli potrà risultare volto a fornire indicazioni fuorvianti sull’esistenza di un consistente aumento di domanda od offerta di uno strumento finanziario a prezzi più alti (se in acquisto) ovvero più bassi (se in vendita) di quelli delle migliori proposte di negoziazione e a provocare un aumento o una diminuzione del prezzo teorico. L’obiettivo è dunque indurre altri operatori (i cosiddetti followers) a*

*inserire ordini a prezzi migliori idonei ad amplificare la variazione di prezzo, traendone tipicamente vantaggio mediante l'esecuzione, al prezzo così formatosi, di altri ordini di segno opposto, dopo aver cancellato i primi ordini nei momenti finali della fase di pre-asta.*<sup>46</sup>

Per migliorare la prevenzione degli abusi di mercato si deve dare maggior attenzione dell'individuazione di quelle circostanze nelle quali la confidenzialità delle informazioni regolamentate può risultare compromessa. Per quelle società che possono divulgare informazioni regolamentate false o fuorvianti, la Consob ha messo a disposizione degli strumenti a garanzia di tale comportamento illecito. In particolare, l'istituzione o l'aggiornamento, del cosiddetto registro degli *insiders*; le prassi seguite nelle relazioni con la stampa; la divulgazione a terzi di informazioni regolamentate e l'eventuale previsione di obblighi di riservatezza di natura legale, regolamentare, statutaria o contrattuale.

Successivamente nel corso del 2011, 2012, 2013 e 2014 la vigilanza in tema di abusi di mercato, si è concentrata, per appunto, sul potenziamento dell'attività preliminare di indagine, col fine di giungere a una più efficace e rapida selezione delle ipotesi di abuso di mercato da approfondire in una successiva fase di accertamento.

Al fine di potenziare l'attività di accertamento della Commissione, nel 2011 è proseguita l'attività di confronto con l'industria in tema di segnalazione delle operazioni sospette già avviata negli anni precedenti. Gli intermediari sono stati invitati ad incrementare il livello qualitativo delle segnalazioni, oltre ad adottare le misure ritenute di volta in volta opportune a richiamare l'attenzione della clientela al rispetto delle norme. Anche nel 2012 l'Istituto ha proseguito l'attività di confronto con l'industria, al fine di potenziare le rilevazioni di ipotesi di abuso.

---

<sup>46</sup> Riquadro 5, Relazione Consob 2010.

Nel dicembre 2013 l'Istituto ha terminato l'attività di accertamento avviata l'anno precedente sulle procedure interne, adottate da un campione di emittenti quotati, riguardanti la gestione delle informazioni privilegiate, la comunicazione delle operazioni compiute da soggetti rilevanti, e la tenuta del registro dei soggetti che sono in possesso di informazioni privilegiate. Nella verifica del funzionamento della tenuta del registro delle persone in possesso di informazioni privilegiate, la Consob ha riscontrato alcune anomalie che pur non prefigurando singolarmente violazioni della disciplina, possono aumentare il rischio di un non corretto adempimento della stessa. In particolare le procedure specificate dovrebbero indicare le categorie di persone da iscrivere nel registro con riferimento a soggetti diversi dai membri degli organi di amministrazione e controllo e ai soggetti che dovrebbero essere iscritti nel registro degli insider in via occasionale.

### **2.3 L'attività di vigilanza sui mercati: ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato dal 2002 al 2014.**

Per avere una maggior comprensione del funzionamento e delle modifiche avvenute negli ultimi anni dell'attività di vigilanza sui mercati della Consob, analizzerò quantitativamente, ma anche qualitativamente, quello che è accaduta dall'anno 2002 all'anno 2014. Andando ad analizzare i casi, esaminati dalla Consob, che hanno riguardato ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, ipotesi di manipolazione informativa, ipotesi di manipolazione operativa e ipotesi di manipolazione mista; facendone un confronto dal punto di vista quantitativo negli anni, e definendo in sintesi gli illeciti. Inoltre farò un'analisi quantitativa riguardanti i soggetti coinvolti in ipotesi di abuso di mercato, tra cui Intermediari autorizzati, *insider* istituzionali, soci, amministratori, dirigenti di società quotate e operatori esteri. Graficamente illustrerò

una tabella nella quale indicherò i soggetti destinatari delle richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato, tra cui intermediari autorizzati, società quotate e loro controllanti e controllate, soggetti privati, pubbliche amministrazioni e autorità estere.

E infine, la dov'è possibile, darò cenni su alcune sentenze dove la Consob si è costituita parte civile.

### 2.3.1 Gli abusi di mercato: 2002

Nel corso del 2002, la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria, il risultato di 25 indagini condotte in merito a ipotesi di abusi di mercato. In 16 casi è stata ipotizzata l'ipotesi di un illecito: 7 ipotesi di reato hanno riguardato casi di abuso di informazioni privilegiate, di cui uno nella forma di *front running*<sup>47</sup> e 9 casi hanno riguardato casi di aggrottaggio su strumenti finanziari.

Nelle rimanenti 9 segnalazioni non sono state configurate ipotesi di reato.

In particolare, le 7 segnalazioni in cui è stata configurata un'ipotesi di reato di *insider trading* riguardano: una conversione obbligatoria di azioni di risparmio in azioni ordinarie, un'Opa, un'integrazione societaria, un annuncio di risultati economici positivi

---

<sup>47</sup> L'espressione *front running* indica l'abuso di mercato che ricorre quando l'informazione privilegiata è rappresentata dalla prossima immissione sul mercato di un ordine di acquisto o di vendita idoneo a influenzare il prezzo di uno strumento finanziario. Si consideri, ad esempio, il caso di un intermediario che abbia ricevuto da un cliente un cospicuo ordine di acquisto di uno strumento finanziario che, per le caratteristiche intrinseche dell'ordine stesso (la dimensione, il limite di prezzo, etc.), è probabile che produrrà un significativo aumento dei prezzi. L'intermediario, o, come capita più di frequente, un dipendente dello stesso, commette l'abuso di *front running* se anticipa con acquisti in conto proprio l'esecuzione dell'ordine del cliente, riservandosi di vendere dopo che l'attesa variazione positiva del prezzo abbia avuto luogo. La recente direttiva sugli abusi di mercato esprime in modo esplicito il divieto del *front running*, benché si ritenga che la condotta fosse implicitamente vietata sia dalla precedente direttiva sull'*insider trading* sia dall'art. 180 del Tuf. Il *front running* configura anche una violazione delle regole di correttezza dell'intermediario verso il cliente. Considerato il danno di reputazione, diversi intermediari si sono organizzati per prevenire e individuare i casi di *front running*. La best practice richiede ai dipendenti degli intermediari di non operare su propri conti aperti presso altri intermediari o, eventualmente, di segnalare alla struttura di controllo interno dell'intermediario le eventuali operazioni. Inoltre, per evitare che il dipendente negoziatore conferisca ordini ad altri intermediari mentre svolge il suo lavoro o comunichi l'informazione privilegiata a terzi, viene richiesto che nelle sale operative degli intermediari siano utilizzati solo i telefoni fissi, che permettono di registrare e se necessario controllare le conversazioni.

inattesi, una revisione di un accordo contrattuale, un'innovazione di prodotto e, infine, un caso di front running.

Le 9 segnalazioni di ipotesi di agiotaggio, di cui 1 concerne la divulgazione di notizie false, relative all'intento di acquisire la maggioranza del capitale di una società quotata; gli altri 8 casi riguardano ipotesi di manipolazione operativa<sup>48</sup>: 3 operazioni su titoli azionari attuate per incidere sull'esercizio di opzioni collegate a obbligazioni *reverse convertible*; 2 operazioni che hanno avuto una notevole influenza sui prezzi di diversi titoli, finalizzate allo scambio di pacchetti azionari tra fondi di investimento gestiti dalla stessa Sgr; 3 operazioni simulate, che hanno alterato significativamente i volumi degli scambi di più titoli quotati sul mercato.

I soggetti segnalati all'Autorità Giudiziaria, per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, sono stati 105; di questi, circa la metà risulta coinvolta in segnalazioni di ipotesi di reato. Tra i soggetti segnalati, prevale la categoria degli *insiders* secondari e dei *tippees* (69), seguiti dagli operatori esteri (21), dagli intermediari autorizzati (14) e infine da un solo *insider* istituzionale.

Con riferimento agli accertamenti in tema di agiotaggio, sono stati segnalati 24 soggetti all'Autorità Giudiziaria. Di questi, 18 risultano essere dipendenti di intermediari autorizzati, 2 sono soggetti con partecipazioni al capitale o con funzioni direttive all'interno di società quotate e 4 sono operatori esteri.

Nel 2002 si sono avute 2 importanti sentenze di condanna. La prima definita con sentenza del Tribunale di Brescia in data 25 giugno 2002, ha tratto origine da una segnalazione inviata nel 1999 alla Procura della Repubblica presso detto Tribunale in

---

<sup>48</sup> La manipolazione di tipo operativo viene realizzata tramite strategie che fanno leva sull'immissione di ordini e l'eventuale conclusione di contratti che interferiscono sul processo di formazione dei prezzi. In teoria, se i mercati fossero perfettamente competitivi nessun singolo operatore avrebbe il poter di influire con la propria operatività sui prezzi di mercato (*market power*).

merito a un'ipotesi di *insider trading* riguardanti operazioni di acquisto effettuate sui titoli Cantieri Metallurgici Italiani (CMI) nei giorni antecedenti la pubblicazione di due notizie privilegiate. *“il Tribunale ha condannato uno degli imputati, quale insider secondario, per aver acquistato un ingente quantitativo di azioni CMI essendo in possesso di informazioni privilegiate; tali informazioni furono ottenute da un altro imputato condannato, quale insider primario, per aver comunicato al primo imputato notizie riservate concernenti i propri programmi di acquisizione della IIL (costituenda società, derivante dalla scissione della CMI spa) prima che dette notizie fossero rese note al mercato. Le pene inflitte agli imputati sono state, rispettivamente, di 8 e 6 mesi di reclusione e 100.000 euro di multa ciascuno, senza sospensione condizionale della pena. Nei confronti di entrambi sono state altresì disposte talune pene accessorie, tra le quali l'interdizione dai pubblici uffici, dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese, nonché l'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione.”*<sup>49</sup>;

Il secondo caso definito nel corso del 2002 con sentenza di condanna emessa l'11 dicembre 2002 dal Tribunale di Milano, assume particolare rilievo. La novità della sentenza sta nel fatto di aver considerato come pratica manipolativa una serie coordinata di operazioni di per sé lecite, caratterizzate però dal requisito dell'artificiosità, ossia dall'idoneità, per le modalità e i termini di esecuzione, ad alterare il libero e spontaneo processo di formazione dei prezzi degli strumenti finanziari<sup>50</sup>.

Nel corso del 2002 la Commissione è intervenuta, in qualità di ente rappresentativo degli interessi lesi, in 2 procedimenti penali di cui uno risultava ancora in corso alla fine del 2002 e l'altro si è concluso in data 12 luglio 2002, con sentenza di non luogo a

---

<sup>49</sup> Relazione Consob 2002.

<sup>50</sup> Queste manovre in sé non fraudolente, ma oggettivamente idonee a falsare il corretto funzionamento del mercato, sono comunemente definite con il termine di *Trade Based Manipulation*. Tali operazioni a differenza di quelle simulate, sono operazioni effettive e non apparenti; esse, per la dinamica e le caratteristiche con cui sono poste in essere, sono mirate ad alterare artificiosamente il prezzo e dunque a distorcere la funzione allocativa e segnaletica del mercato.

procedere nei confronti degli imputati per estinzione dei reati loro scritti dovuta a prescrizione

### 2.3.2 Gli abusi di mercato: 2003

Nel 2003 la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 26 relazioni riguardanti accertamenti su anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati. In 16 casi è stata ipotizzata l'esistenza di un illecito: 13 ipotesi di reato hanno riguardato casi di abuso di informazioni privilegiate, di cui 2 nella forma del *front running*; 3 ipotesi hanno riguardato casi di aggio. Nei rimanenti 10 casi, non sono state configurate ipotesi di reato.

Complessivamente sono state effettuate 285 richieste di dati e notizie a Intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni nonché Autorità di vigilanza estere.

In particolare, le 13 segnalazioni in cui è stata configurata un'ipotesi di reato di *insider trading* riguardano: in 5 casi il lancio di un'Opa; Nei rimanenti casi, l'informazione privilegiata riguardava in un caso la fusione con una società quotata in un mercato estero; in un altro caso dal rimborso anticipato di due emissioni obbligazionarie; in un altro caso ancora dal differimento della scadenza di un call warrant su azioni quotate; in 2 casi dalle difficoltà economico-finanziarie della società emittente; e, infine, 2 casi riguardanti ordini *price sensitive* alla base di schemi di *front running*.

Le 3 segnalazioni di ipotesi di aggio, riguardano ipotesi di manipolazione operativa. Essi hanno avuto ad oggetto, rispettivamente: l'inserimento di proposte di negoziazione in vendita su un titolo azionario nella fase di pre-asta di chiusura e la loro successiva cancellazione prima del termine della stessa fase; schemi, ripetuti quotidianamente nell'arco di due mesi su un singolo titolo azionario, costituiti da acquisti in rapida successione, con conseguente eliminazione dal book delle proposte di

negoziazione in vendita ai prezzi più bassi e da immediati “incroci” (cioè operazioni simulate) di grandi dimensioni effettuati a prezzi più elevati; in fine il sistematico, pressoché quotidiano, acquisto, nell’arco di un anno, di consistenti quantità di tre titoli azionari nell’asta di chiusura, con conseguente fissazione del relativo prezzo di chiusura e del relativo prezzo di riferimento a un livello superiore al *last price* della negoziazione continua.

I soggetti complessivamente segnalati all’Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di aggio su strumenti finanziari sono stati rispettivamente 69 e 7, per un totale di 76.

Nel corso del 2003 sono state notificate alla Commissione 16 richieste di archiviazione a conclusione delle indagini preliminari concernenti ipotesi di abuso di informazione privilegiata segnalate dalla Consob.

Nel 2003 l’Istituto è intervenuto in un procedimento penale ancora in corso alla fine dell’anno.

### **2.3.3 Gli abusi di mercato: 2004**

Nel 2004 la Consob ha trasmesso all’Autorità Giudiziaria 19 relazioni riguardanti

accertamenti su anomalie riscontrate nell’attività di controllo dei mercati. In 11 casi è stata ipotizzata l’esistenza di un illecito: in 4 casi è stato configurato l’abuso di informazioni privilegiate; 7 ipotesi hanno riguardato casi di aggio. Nei rimanenti 8 casi, non sono state configurate ipotesi di reato.

Complessivamente sono state effettuate 195 richieste di dati e notizie a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni nonché Autorità di vigilanza estere. La



maggior parte di tali richieste (101/195), sono state finalizzate a prestare assistenza ad Autorità di vigilanza estere impegnate in indagini su casi di presunti abusi di mercato.

In particolare, le 4 segnalazioni in cui è stata configurata un ipotesi di reato di *insider trading* riguardano: 2 Opa su azioni quotate; 1 caso di dissesto economico – finanziario di una società quotata; 1 caso che riguarda delle impreviste difficoltà nella commercializzazione di un prodotto in un importante mercato da parte di una società quotata.

Con riferimento ai presunti casi di manipolazione del mercato segnalati all'Autorità Giudiziaria, 3 riguardano forme di manipolazione operative e 4 la diffusione di informazioni false.

I casi di manipolazione operativa hanno avuto ad oggetto, in un caso, un'intensa operatività in acquisto posta in essere nell'arco di una decina di giornate con l'intento di spingere il prezzo di un titolo azionario quotato a un determinato livello; nel secondo caso l'acquisto di consistenti quantità di un titolo azionario quotato nell'asta di chiusura dell'ultima giornata di quattro diversi mesi, con conseguente fissazione del prezzo di chiusura e del prezzo di riferimento del titolo a un livello superiore al last price della negoziazione continua in ciascuna delle quattro giornate; nel terzo ed ultimo caso una pressoché quotidiana operatività in acquisto su un titolo azionario quotato posta in essere nell'arco di oltre quattro mesi in negoziazione continua e in asta di chiusura finalizzata a determinare il rialzo del prezzo.

Dei casi di manipolazione informativa, invece, 2 hanno riguardato la diffusione, anche mediante documenti contabili obbligatori e comunicati ufficiali, di informazioni sulla situazione economico-finanziaria di società quotate. Dei rimanenti, uno ha avuto ad oggetto l'insistita diffusione di notizie relative alla presunta esistenza di un interesse

all'ingresso nel capitale di una società quotata da parte di investitori non individuati nominativamente; l'altro la diffusione di informazioni circa l'esistenza presso istituzioni estere di ingenti disponibilità finanziarie di pertinenza di un gruppo societario in stato di dissesto.

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di aggio su strumenti finanziari sono stati rispettivamente 19 e 13, per un totale di 32.

Nel corso del 2004 sono state notificate alla Commissione 3 richieste di archiviazione, in 1 caso si è trattato di archiviazione parziale, a conclusione delle indagini preliminari concernenti ipotesi di abuso di informazione privilegiata segnalate dalla Consob.

Il Tribunale di Brescia, il 16 febbraio 2004, ha pronunciato una sentenza di condanna per il reato di *insider trading* nei confronti di un soggetto, il quale ha acquistato un consistente quantitativo di azioni quotate nel periodo immediatamente precedente la pubblicazione del comunicato stampa concernente il lancio dell'Opa. Detti titoli sono stati poi rivenduti dall'imputato, realizzando una plusvalenza di circa 160.000 euro.

Con la predetta sentenza è stata inflitta la condanna dell'imputato a sei mesi di reclusione e 100.000 euro di multa, nonché alle pene accessorie dell'interdizione dai pubblici uffici, dagli uffici direttivi delle persone giuridiche e delle imprese nonché dell'incapacità di contrattare con la pubblica amministrazione per un anno, oltre che al pagamento delle spese processuali. La sentenza è stata appellata.

Sempre in materia di *insider trading*, degna di nota è la sentenza della Corte Costituzionale n. 382 del 2004, depositata in data 14 dicembre 2004, con la quale sono state dichiarate inammissibili talune questioni di legittimità costituzionale dell'art. 180

del Tuf. In conclusione la Consob si è costituita, in tale qualità, nell'ambito di un procedimento penale per *insider trading*.

In altri 2 procedimenti, nei quali viene contestato agli imputati il delitto di aggioaggio, l'Istituto si è costituito parte civile<sup>51</sup>, al fine di ottenere il risarcimento del danno cagionato.

#### 2.3.4 Gli abusi di mercato: 2005

Nel 2005 la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 8 relazioni riguardanti accertamenti su anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati. In 4 casi è stata ipotizzata l'esistenza di un illecito: in 2 casi è stato configurato l'abuso di informazioni privilegiate (rispettivamente per *insider trading e front running*), in 2 ipotesi hanno riguardato casi di manipolazione di mercato (rispettivamente manipolazione informativa e manipolazione operativa). Nei rimanenti 4 casi, non sono state configurate ipotesi di reato.

Ai sensi della nuova disciplina sugli abusi di mercato, entrata in vigore nel maggio 2005 con il recepimento della direttiva europea 2003/6/CE, la Consob non è più obbligata a trasmettere all'Autorità Giudiziaria le relazioni sui casi per i quali non vengano formulate ipotesi di reato. Tuttavia, nel 2005 la Commissione ha trasmesso 2 relazioni, che facevano riferimento a quei accertamenti, conclusi prima dell'entrata in vigore della direttiva sulla *market abuse*.

---

<sup>51</sup> I reati di *insider trading* e manipolazione, compromettendo la possibilità per la Consob di perseguire al meglio la realizzazione delle proprie finalità istituzionali, incidono direttamente sul diritto soggettivo di esistere e/o di efficacemente operare della stessa Consob (quale persona giuridica di diritto pubblico); l'Istituto è, quindi, pienamente legittimato a costituirsi parte civile al fine di ottenere il ristoro dei danni subiti. La parte civile nel processo penale è il *soggetto* danneggiato dal reato che intende far valere innanzi al giudice penale la propria domanda di risarcimento o di restituzione. Il fatto che queste figure possano partecipare al processo penale dipende dalla circostanza che uno stesso fatto può costituire nello stesso tempo sia un illecito penale in quanto passibile di una sanzione penale, ma anche un illecito civile in quanto ha provocato un danno con riferimento al quale si pone la necessità di una restituzione o di un risarcimento.

Complessivamente sono state effettuate 219 richieste di dati e notizie a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni nonché Autorità di vigilanza estere. Circa il 30% di queste, sono state finalizzate a prestare assistenza ad Autorità di vigilanza estere impegnate in indagini su casi di presunti abusi di mercato.

In particolare, le 2 segnalazioni in cui è stata configurata un ipotesi di reato di abuso di informazioni privilegiate riguardano: 1 caso, l'informazione privilegiata era costituita dallo stato di dissesto in cui una società quotata versava da tempo (*insider trading*); 1 caso, le indagini hanno riguardato il comportamento di 2 negozianti dipendenti di un intermediario membro del mercato regolamentato (*front running*).

Con riferimento ai 2 casi di aggio-taggio segnalati all'Autorità Giudiziaria si trova: 1 caso di manipolazione informativa, con riferimento ai comunicati diffusi da una società quotata; 1 caso di manipolazione operativa, riguardante la negoziazione di un primario intermediario su più mercati obbligazionari europei.

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di aggio-taggio su strumenti finanziari sono stati rispettivamente 3 e 8, per un totale di 11.

Ai sensi del previgente art.187 del Tuf, nei procedimenti penali per ipotesi di *insider trading* e aggio-taggio, la Consob esercitava i diritti e le facoltà attribuiti dal codice penale agli enti e alle associazioni rappresentativi di interessi lesi dal reato. Il nuovo art.187-undecies al comma 2 definisce che “La Consob può costituirsi parte civile e richiedere, a titolo di riparazione dei danni cagionati dal reato all'integrità del mercato, una somma determinata dal giudice, anche in via equitativa, tenendo comunque conto dell'offensività del fatto, delle qualità personali del colpevole e

*dell'entità del prodotto o del profitto conseguito dal reato*”, pertanto viene riconosciuta alla Consob la facoltà di costituirsi parte civile nei relativi procedimenti penali.

Per appunto, nel 2005 la Consob si è costituita parte civile nell’ambito del procedimento penale instaurato, innanzi al Tribunale di Milano, nei confronti di due ex-revisori del Gruppo Parmalat che avevano richiesto procedersi con giudizio immediato. Attualmente, quest’ultimo è confluito nel processo Parmalat, in cui la Consob è ugualmente costituita parte civile, in fase dibattimentale.

Nel corso del 2005 sono state richieste 5 archiviazioni, in 1 caso si è trattato di archiviazione parziale, disposte dall’Autorità Giudiziaria in merito a casi di abuso di mercato ipotizzati dalla Consob con apposite relazioni: nel 2005 si sono avuti, inoltre 9 rinvii a giudizio, 3 sentenze di condanna e altrettanti patteggiamenti.

Nel 2005 si è svolta, presso il Tribunale di Brescia, l’udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di numerosi soggetti, esponenti aziendali, dipendenti e revisori dell’intermediario Bipop-Carire, imputati, tra l’altro, del reato di aggio e di ostacolo all’esercizio delle funzioni di vigilanza della Consob e della Banca d’Italia. All’esito della predetta udienza preliminare, con decreto emesso in data 31 maggio 2005, il Giudice ha disposto il rinvio a giudizio di alcuni dei predetti imputati per il reato di ostacolo all’esercizio delle funzioni pubbliche di vigilanza. All’udienza di apertura della fase dibattimentale, tenutasi il 29 novembre 2005, il Tribunale ha rilevato la propria incompetenza territoriale e ha disposto con sentenza la trasmissione degli atti relativi al medesimo procedimento alla Procura della Repubblica presso il Tribunale di Milano.

### 2.3.5 Gli abusi di mercato: 2006

Nel 2006 la Consob ha trasmesso all'Autorità Giudiziaria 13 relazioni riguardanti accertamenti su anomalie riscontrate nell'attività di controllo dei mercati. In 7 casi è stata ipotizzata l'esistenza di un illecito: in 2 casi è stato configurato l'abuso di informazioni privilegiate, e 5 ipotesi hanno riguardato casi di manipolazione di mercato (2 casi di manipolazione informativa, 2 casi di manipolazione operativa e 1 caso di manipolazione mista).

Mentre per i 6 accertamenti che non hanno condotto alla formulazione di ipotesi di reato, non è stata trasmessa alcuna relazione all'autorità Giudiziaria.

Complessivamente sono state effettuate oltre 200 richieste di dati e notizie a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni nonché Autorità di vigilanza estere, nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli abusi di mercato.

In particolare, le 2 segnalazioni in cui è stata configurata un'ipotesi di reato di abuso di informazioni privilegiate riguardano: *”fatti attinenti a società quotate e avevano ad oggetto un importante cambiamento nella composizione del consiglio di amministrazione e un accordo commerciale.”*<sup>52</sup>

I soggetti complessivamente segnalati all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione di mercato sono stati rispettivamente 7 e 8, per un totale di 15.

---

<sup>52</sup> Relazione Consob 2006.

La Consob si è, inoltre, costituita parte civile in 13 procedimenti penali per ipotesi di *insider trading* e manipolazione; infatti sono state pronunciate 6 sentenze di condanna per abusi di mercato, 7 di patteggiamento, 2 di assoluzione e 2 di non luogo a procedere.

La Consob si è costituita parte civile nell'ambito del procedimento penale instaurato, innanzi al Tribunale di Milano, nei confronti di alcuni esponenti aziendali o dipendenti di banche, di banche italiane, di banche estere, di una società di gestione del risparmio italiana e di persone giuridiche imputate ex legge n. 231/2001, le cui condotte descritte nei capi di imputazione sono state ritenute tutte riconducibili all'unica fattispecie di aggioaggio informativo consumata nell'ambito del caso Parmalat. In relazione a tale vicenda, prosegue innanzi al medesimo Tribunale la fase dibattimentale del procedimento penale instaurato nei confronti di esponenti aziendali, revisori e consulenti del gruppo Parmalat, imputati dei reati di aggioaggio, falso in bilancio e ostacolo alle funzioni di vigilanza, ove la Consob si è ugualmente costituita parte civile.

### **2.3.6 Gli abusi di mercato: 2007**

Nel 2007 la Consob ha concluso 13 indagini nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli abusi di mercato. In 10 casi è stata ipotizzata l'esistenza di un illecito: in 3 casi è stato configurato l'abuso di informazioni privilegiate, e 7 ipotesi hanno riguardato casi di manipolazione di mercato (5 manipolazione informativa e 2 di manipolazione operativa).

Complessivamente sono state effettuate oltre 300 richieste di dati e notizie a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni nonché Autorità di vigilanza estere, nell'ambito dell'attività di vigilanza sugli abusi di mercato.

In particolare, le 3 segnalazioni in cui è stata configurata un ipotesi di reato di abuso di informazioni privilegiate riguardano operazioni di finanza straordinaria: ” *In un caso, alcuni componenti di una famiglia, cui era riconducibile il controllo di una società quotata, hanno venduto azioni prima del comunicato relativo alla decisione del consiglio di amministrazione di proporre la liquidazione della società. In un altro caso, il presidente di una società quotata e la società hanno venduto azioni della stessa prima che venisse resa pubblica la rinuncia da parte di un'altra società quotata a una fusione già annunciata. Nel terzo caso, una persona fisica ha acquistato azioni di una società quotata in un mercato tedesco prima che venisse annunciata un'offerta pubblica di scambio da parte di una società italiana*<sup>53</sup>.”

Delle 7 relazioni per ipotesi di manipolazione di mercato, le ipotesi di manipolazione di tipo informativo hanno riguardato: (i) *la credit opinion diffusa da un intermediario italiano lead manager del collocamento di un prestito obbligazionario emesso su un mercato lussemburghese da una società quotata in Italia; (ii) la relazione trimestrale di una società quotata; (iii) alcuni comunicati di una società quotata in merito alla possibile ricapitalizzazione della stessa; (iv) un articolo di stampa che riportava quanto emergeva in una artefatta bozza di documento di offerta pubblica su una società quotata in Italia da parte di una società estera; (v) la dimensione della partecipazione detenuta da una banca in un'altra banca quotata*<sup>54</sup>. Le 2 relazioni attinenti a ipotesi di manipolazione operativa hanno riguardato: “(i) *l'attività di sostegno del prezzo di una banca quotata perpetuata per molti mesi dalla stessa e da altri soggetti; (ii) alcuni*

---

<sup>53</sup> Relazione Consob 2007.

<sup>54</sup> Relazione Consob 2007.



*tentativi di alterare i prezzi delle azioni di una società quotata tramite incroci fittizi di ordini”<sup>55</sup>.*

I soggetti complessivamente segnalati all’Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e di manipolazione di mercato sono stati rispettivamente 12 e 7, per un totale di 19.

Nel 2007, la Consob si è, inoltre, costituita parte civile in 13 procedimenti penali 3 per ipotesi di *insider trading*; 9 per manipolazione di mercato; uno unicamente per ostacolo alla funzione di vigilanza. In definitiva sono state pronunciate 2 sentenze di condanna per abusi di mercato, 3 di patteggiamento, 1 di assoluzione e 1 di non luogo a procedere.

Tra le costituzioni di parte civile, degna di nota è quella concernente la “vicenda Antonveneta”. Il 23 novembre 2007 ha preso avvio innanzi al Tribunale di Milano l’udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 68 persone fisiche e 8 persone giuridiche responsabili ai sensi del d.lgs. 231/2001. Tali soggetti risultano imputati, a vario titolo, di diversi reati tra cui l’agiotaggio e l’ostacolo all’esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza nell’ambito della vicenda riguardante l’acquisizione del controllo sulla Banca Antoniana Popolare Veneta Spa, contesa, nel primo semestre del 2005, tra il gruppo bancario olandese ABN Amro Bank e la Banca Popolare di Lodi scarl, ora Banca Popolare Italiana sc.

### **2.3.7 Gli abusi di mercato: 2008**

Nel corso del 2008 la Consob ha concluso 10 indagini su anomalie riscontrate nell’attività di

---

<sup>55</sup> Relazione Consob 2007.

controllo dei mercati. Ci sono stati 6 casi di illeciti, per i quali sono state inviate le relative relazioni all'Autorità Giudiziaria. Tali casi hanno riguardato 2 ipotesi di abuso di informazioni privilegiata, 3 di manipolazione operativa, infine 1 per manipolazione informativa. I rimanenti 4 accertamenti non hanno condotto ipotesi di reato.

Le ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, riguardano: il passaggio del controllo di una società quotata in cui un dipendente di una società che si trova sul punto di lanciare un' Opa ha conseguito un profitto illecito di 40 mila euro, utilizzando l'informazione privilegiata in possesso grazie allo svolgimento delle proprie funzioni all'interno della società stessa; la diffusione di una ricerca prodotta da un analista finanziario.

Le ipotesi di manipolazione di mercato di tipo operativo hanno riguardato l'operatività di alcuni *day trader*, che accedevano al mercato tramite interconnessione da una sala allestita con postazione dotate di strumenti informativi (*trading room*) e di una piattaforma operativa di tipo professionale (*trading on site*). Nel primo caso sono stati individuati movimenti dei prezzi anomali riconducibili ad uno schema manipolativo dettagliato, che si svolgeva in un arco temporale brevissimo, circa 20 minuti; nel secondo caso un *day trader* ha effettuato alcune centinaia di operazioni incrociate su circa 30 titoli azionari nel corso di 2 mesi, utilizzando un conto personale presso un intermediario e una delega ad operare su un secondo conto presso un altro intermediario. Tali operazioni hanno generato forti variazioni dei prezzi. Nel terzo caso sono state rilevate circa 30 operazioni incrociate poste in essere su circa 10 titoli nell'arco di due giorni. L'operatività non comportava il trasferimento dei titoli, ma solo perdite in capo alla società, con corrispondenti utili alla persona fisica.

Le persone fisiche segnalate alle Autorità Giudiziaria sono state 8: 3 per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e 5 per ipotesi di manipolazione del mercato.

Nei confronti di 6 degli 8 soggetti segnalati, la Consob ha avviato procedimenti amministrativi. In uno dei casi di abuso di informazione privilegiata ha avviato un procedimento amministrativo nei confronti di 19 persone fisiche, riconosciute come *insider secondari*, e 12 società per responsabilità solidale.

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità di vigilanza estere, nel 2008 è stato complessivamente 288.

Nel corso del 2008 la Consob si è costituita parte civile in 7 nuovi procedimenti penali, di cui 2 per *insider trading*, 3 per manipolazione del mercato, 2 per ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza.

Tra le costituzioni di parte civile si segnala quella concernente la vicenda Fiat, in cui ha preso avvio l'udienza preliminare del procedimento penale nei confronti di 3 persone fisiche e 2 persone giuridiche. Il Giudice per l'udienza preliminare ha emesso decreto che dispone il giudizio nei confronti degli imputati. Inoltre la Consob si è costituita parte civile nel procedimento penale pendente innanzi al Tribunale di Milano per la vicenda Bnl/Unipol, in relazione alle ipotesi di reato di ostacolo all'esercizio delle funzioni delle Autorità pubbliche di vigilanza.

Nel 2008 sono stati anche definiti in primo grado 8 procedimenti in materia di abuso di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento del danno in favore della Consob.

### 2.3.8 Gli abusi di mercato: 2009

Nel 2009 la Consob ha concluso 13 indagini in materia di abusi di mercato, formulando 7 ipotesi di reato e provvedendo a trasmettere all'Autorità Giudiziaria altrettante relazioni. Nel dettaglio abbiamo un'ipotesi di abuso di informazioni privilegiate (l'informazione consisteva nell'intenzione di due soggetti di conferire a un intermediario importanti ordini di acquisto di un titolo), 2 ipotesi di manipolazione informativa (i casi hanno riguardato il processo di privatizzazione di una compagnia aerea), 3 di manipolazione operativa (in due casi sono state operazioni incrociate, e in 1 caso tramite operazioni di *marking the close*) e 1 di manipolazione mista (caso che ha riguardato il comportamento posto in essere dell'azionista di controllo di una società quotata volto a richiamare l'attenzione degli investitori sulla stessa società, così da sostenerne le quotazioni).

Facendo riferimento al primo caso di manipolazione operativa, esso ha riguardato l'acquisto di azioni di una banca da parte di una società che deteneva una partecipazione di minoranza. Gli ordini di acquisto sono stati effettuati dal presidente e socio della società suddetta con il contributo di un dipendente della banca incaricato a eseguire gli ordini. Tali ordini erano idonei a provocare in modo artificiale un rialzo anomalo dei prezzi delle azioni infatti *“le registrazioni delle conversazioni telefoniche inerenti al conferimento degli ordini hanno mostrato che dimensioni, modalità e tempistica degli ordini erano state definite con la precisa volontà di produrre incrementi dei prezzi del titolo.”*<sup>56</sup>

---

<sup>56</sup> Relazione Consob 2009.

Nel secondo caso di manipolazione operative, un *day trader* ha effettuato numerose operazioni incrociate tramite conti aperti presso due intermediari e intestati a lui personalmente. Tali operazioni sono state realizzate nel corso di 3 mesi mediante l'inserimento di ordini di segno opposto e per pari quantità, allo stesso prezzo-limite nella fase di negoziazione continua<sup>57</sup>, o con prezzi-limite caratterizzati da un ampio differenziale in acquisto e in vendita nelle fasi di asta. In numerosi casi il committente ha posto in essere uno schema operativo definibile per convenzione “doppio incrocio”, caratterizzato da 2 incroci consecutivi a parti invertite e a prezzi diversi, tali da generare plusvalenze sui conti personali per circa 290 mila euro e pari a minusvalenze sui conti intestati della società.

Nel terzo caso di manipolazione operativa una società, un socio accomandatario e un dipendente della stessa società, hanno posto in essere lo schema del “doppio incrocio per il tramite di conti *trading on-line*” aperti presso 3 intermediari. Lo schema è stato posto in essere durante la fase di negoziazione continua circa 100 volte su 10 titoli non liquidi, lungo un periodo di circa 3 mesi, a beneficio del citato dipendente per una plusvalenza di 38 mila euro.

I rimanenti 6 accertamenti, per i quali non è stata effettuata alcuna segnalazione, hanno riguardato ipotesi di abuso di informazioni privilegiate.

Le persone fisiche complessivamente segnalate all'Autorità Giudiziaria per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e manipolazione di mercato sono state 12.

---

<sup>57</sup> Modalità organizzativa tipica di un mercato telematico che prevede la possibilità di effettuare scambi durante l'intero periodo di apertura del mercato stesso. Nella negoziazione continua gli ordini vengono esposti continuamente e interagiscono tra loro sulla base di un insieme di regole di contrattazione. Tali regole, riguardano nella maggior parte dei casi, il prezzo e l'orario di immissione ordine. La peculiarità dell'asta continua è quella che per ogni titolo vengono a formarsi una pluralità di prezzi, uno per ciascun contratto concluso.

La Consob ha anche avviato procedimenti amministrativi nei confronti di tali persone e di 4 società per responsabilità solidale.

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e Autorità di vigilanza estere nel 2009 è stato complessivamente 268. Le richieste finalizzate ad assistere Autorità di vigilanza estere in indagini su casi di presunti abusi di mercato sono state 15.

Nel corso del 2009, la Consob si è costituita parte civile in un nuovo procedimento penale in materia di abusi di mercato. Il 26 marzo del 2009 ha preso avvio la fase dibattimentale del procedimento penale nei confronti di 3 persone fisiche imputate del reato di manipolazione di mercato, esponenti aziendali di Ifil Investments Spa e di Giovanni Agnelli & C. Spa, oltre a 2 persone giuridiche responsabili, ove la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel 2008. Nel 2009 è proseguito il dibattito del procedimento penale nei confronti degli imputati, a vario titolo, di diversi reati tra cui aggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni di vigilanza riguardo la vicenda dell'acquisizione del controllo sulla Banca Antoniana Popolare Veneta Spa (contesa nel primo semestre del 2005 tra il gruppo bancario olandese ABN Amro Bank e la Banca Popolare di Lodi scrl, ora Banca Popolare Italiana), in cui la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel corso del 2007.

Nel 2009 sono stati anche definiti in primo grado 2 procedimenti in materia di abuso di mercato, nei quali l'Istituto si era costituito parte civile, in un caso, con il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob, nell'altro, con una pronuncia di assoluzione.

### 2.3.9 Gli abusi di mercato: 2010

Nel corso dell'anno 2010 la fase preliminare ha comportato l'esame di 105 casi: 47 per abuso di informazioni privilegiate, 43 per manipolazione operativa e nei restanti 10 casi erano manipolazione informativa. L'istituto ha concluso, in definitiva 29 indagini in materia di abusi di mercato, formulando ipotesi di illeciti amministrativi e/o penali in 10 casi ( 3 per abuso di informazione privilegiata, 3 per manipolazione informativa, 4 per manipolazione operativa). In 8 casi è stata trasmessa all'Autorità Giudiziaria una relazione, e in 9 casi sono stati avviati procedimenti amministrativi.

In 2 delle 3 indagini in cui sono state formulate ipotesi di illeciti di abuso di informazioni privilegiate, l'informazione consisteva nel progetto di promuovere un'offerta pubblica di acquisto. Nel terzo caso l'informazione riguardava il progetto di una *joint venture*<sup>58</sup> con una società estera.

I 3 casi riguardanti gli illeciti di manipolazione del mercato di tipo informativo hanno riguardato rispettivamente la diffusione di un comunicato falso dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (Agcm) dove il presidente di un'associazione di consumatori ha confessato” *di aver redatto un falso comunicato dell'Agcm, che informava dell'avvio di un'istruttoria su una società quotata per possibile abuso di posizione dominante, e di averlo diffuso a più agenzie di stampa utilizzando dalla Francia un indirizzo di posta elettronica che indicava il nome del responsabile per l'Agcm dei rapporti con la stampa.*”<sup>59</sup>. Il secondo caso fa riferimento alla diffusione su un sito internet di una notizia falsa su una società di calcio, quotata, nel quale si comunicava l'avvenuta cessione del pacchetto di controllo della società. Tale

---

<sup>58</sup> Accordo fra aziende, anche di diversa nazionalità, per realizzare un determinato progetto, in tempi limitati, con divisione dei rischi e degli utili.

<sup>59</sup> Relazione Consob 2010.

operazione avrebbe comportato l'obbligo di Opa in capo all'acquirente a un prezzo maggiore rispetto a quello corrente. Infine l'ultimo caso riguarda la diffusione da parte di una società quotata di informazioni false in più bilanci e in altri comunicati riguardanti situazioni economiche infrannuali e piani industriali.

Dei 4 casi attinenti agli illeciti di manipolazione del mercato di tipo operativo, uno ha avuto ad oggetto operazioni incrociate; gli altri 3 hanno riguardato, invece, l'inserimento di proposte di negoziazione in fase di asta senza l'intenzione di eseguirle. Uno di quest'ultimi casi ha rilevato un comportamento posto in essere da 2 *day trader* che hanno prodotto un aumento del prezzo finale dell'asta di apertura di un titolo abbastanza liquido. I 2 *day trader*, un attimo prima della chiusura dell'asta hanno cancellato le loro proposte di negoziazione in vendita, così da produrre un incremento del prezzo finale dell'asta, al quale sono state eseguite altre proposte di negoziazione in vendita dagli stessi in precedenza inserite durante la stessa asta.

La Consob ha rilevato illeciti di abuso di mercato nel comportamento di 14 persone fisiche e ha avviato procedimenti amministrativi nei confronti di 4 società per la responsabilità solidale e per la responsabilità amministrativa dell'ente.

Il numero delle richieste di dati e informazioni inviate a intermediari, società quotate, pubbliche amministrazioni e autorità di vigilanza estere nel 2010 è stato complessivamente pari a 142. Le richieste finalizzate ad assistere autorità di vigilanza estere in indagini su casi di presunti abusi di mercato condotte da queste ultime sono state 6.

Nel corso del 2010, la Consob si è costituita parte civile in 3 nuovi procedimenti penali in materia di abuso di mercato (di cui 2 per manipolazione del mercato e uno per abuso di informazioni privilegiate). In tutti i casi la Consob aveva provveduto a inviare alla



competente Autorità Giudiziaria una segnalazione all'esito degli accertamenti di vigilanza svolti.

Nel 2010 è proseguito il dibattimento nel procedimento penale nei confronti degli imputati di diversi reati, tra cui l'aggrottaggio e l'ostacolo all'esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza, nell'ambito della vicenda riguardante l'acquisizione del controllo sulla Banca Antoniana Popolare Veneta Spa, in cui la Consob si era costituita parte civile all'udienza preliminare nel 2007.

Nel 2010 sono stati anche definiti in primo grado 3 procedimenti in materia di abuso di mercato, nei quali l'Istituto si era costituito parte civile. In un caso vi è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob; gli altri 2, invece, si sono conclusi con una pronuncia di assoluzione.

### **2.3.10 Gli abusi di mercato: 2011**

Nel corso dell'anno, sono state svolte analisi preliminari su 157 casi di cui 48 hanno riguardato abusi di informazioni privilegiate, 101 ipotesi manipolazioni operative e 8 manipolazioni informativa. La Consob ha concluso 29 indagini in materia di abusi di mercato, formulando ipotesi di illeciti amministrativi in 15 casi ( 7 casi abusi di informazione privilegiata e 6 casi manipolazione operativa). Per 8 dei 15 casi, è stato trasmessa una relazione all'Autorità Giudiziaria.

In 5 delle 7 indagini in cui sono state formulate ipotesi di abuso di informazione consisteva nel progetto di promuovere un'Opa. 2 di questi casi sono collegati tra loro e hanno riguardato acquisti effettuati da parte di persone che avevano avuto accesso alle informazioni privilegiate nella loro qualità di dirigenti di una società di consulenza, che

avevano partecipato all'iter di formazione delle offerte. Un'altra indagine ha portato all'individuazione di acquisti illeciti da parte di un *insider* primario e di un *insider* secondario, il quale aveva ottenuto l'informazione privilegiata dal primo. Nei rimanenti casi le informazioni riguardavano il progetto di una *joint venture* con una società estera che ha visto protagonista un *insider* secondario residente negli Stati Uniti, che aveva operato, per il tramite di intermediario austriaco, dopo aver appreso l'informazione privilegiata nell'ambito dei rapporti intrattenuti con il *top management* dell'emittente italiano. La Commissione ha condotto l'indagine avvalendosi della collaborazione delle competenti autorità di vigilanza statunitensi e austriache. L'ultimo caso riguarda l'emissione di un prestito obbligazionario dove l'autore dell'illecito era un *trader* della succursale londinese di una primaria banca italiana coinvolta nel collocamento. Il *trader* aveva appreso l'informazione privilegiata al di fuori della propria attività lavorativa presso la banca.” *Sono stati avviati, pertanto, procedimenti amministrativi sia nei confronti del trader autore della violazione, sia dell'ente di appartenenza in relazione alla responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981), nonché ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187- quinquies del Tuf). Gli intermediari che avevano ricevuto dal trader l'informazione privilegiata non hanno effettuato operazioni prima della comunicazione al pubblico della stessa e, pertanto, non sono stati avviati procedimenti nei loro confronti.*<sup>60</sup>,”

Con riguardo alle ipotesi di manipolazione, 4 casi di manipolazione operativa hanno avuto ad oggetto le condotte di *traders on line*, talvolta ripetute nel tempo e relative a diversi strumenti finanziari.

---

<sup>60</sup> Relazione Consob 2011.

Un caso di manipolazione informativa ha avuto ad oggetto le dichiarazioni rese ai giornalisti da un imprenditore in merito all'esistenza di trattative finalizzata alla definizione del controllo di una società quotata. *“Le indagini hanno appurato che i dettagli informativi resi pubblici in merito alla concreta possibilità di positiva conclusione delle stesse erano falsi. In relazione a tale caso è stato avviato anche un procedimento amministrativo nei confronti dell'ente di riferimento dell'autore della violazione per la responsabilità solidale (di cui all'art. 6, comma 3, della legge 689/1981) e ai sensi della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti (di cui all'art. 187-quinquies del Tuf).”*<sup>61</sup>

L'Istituto ha rilevato illeciti di abuso di mercato con riguardo a 24 soggetti, di cui 5 società coinvolte per responsabilità solidale e in ragione della responsabilità amministrativa.

Il numero di soggetti a cui sono state inviate richieste di dati e informazioni nel 2011 è stato complessivamente pari a 340. In 61 casi ci si è avvalsi della collaborazione di autorità di vigilanza estere, mentre in 29 casi le richieste sono state finalizzate ad assistere autorità estere in indagini condotte da queste ultime.

Nel corso del 2011, la Consob si è costituita parte civile in 6 nuovi procedimenti penali in materia di abuso di mercato (tutti per manipolazione). La Commissione aveva provveduto a inviare alla competente Autorità Giudiziaria una segnalazione all'esito degli accertamenti di vigilanza svolti.

Nel 2011 sono stati definiti in primo grado 5 procedimenti in materia di abuso di mercato, nei quali la Commissione si era costituita parte civile. In un caso vi è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei

---

<sup>61</sup> Relazione Consob 2011.

danni in favore della Consob; due si sono conclusi con pronunce di assoluzione; uno è stato definito con sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti; uno con dichiarazione di estinzione del reato per prescrizione.

*“In senso favorevole alla Consob si segnala la sentenza n. 6605 del 10 ottobre 2011 – concernente l’acquisizione del controllo sulla Banca Antoniana Popolare Veneta Spa – con cui il Tribunale di Milano ha dichiarato gli imputati colpevoli di diversi reati, tra cui l’aggiotaggio e l’ostacolo all’esercizio delle funzioni delle autorità pubbliche di vigilanza. Nelle motivazioni della sentenza il Giudice di primo grado ha ricostruito i fatti oggetto di processo fondandosi sugli esiti dell’attività di vigilanza svolta dalla Consob e, in particolare, sulle delibere sanzionatorie e sui rispettivi atti di accertamento emessi dalla Commissione nei confronti di molti protagonisti della vicenda. Il Tribunale di Milano ha altresì riconosciuto i danni non patrimoniali da lesione all’immagine e al prestigio dell’Istituto, liquidati in via equitativa in complessivi 400.000 euro.”*<sup>62</sup>

### **2.3.11 Gli abusi di mercato: 2012**

Nel corso del 2012, sono state svolte analisi preliminari su 208 casi, di cui 76 relative a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, 104 a ipotesi di manipolazione operativa e 28 di manipolazione informativa.

Nel 2012 la Consob ha concluso 26 indagini in materia di abusi di mercato, accertando illeciti amministrativi in 12 casi: 4 casi di abuso di informazioni privilegiate, 2 ipotesi di manipolazione del mercato di tipo informativo, 4 casi di tipo operativo, e infine 2 casi di tipo misto. In 8 delle 26 indagini sono state trasmesse relazioni all’Autorità Giudiziaria

---

<sup>62</sup> Relazione Consob 2011.

(2 per ipotesi di abuso di informazioni privilegiate e 6 per ipotesi di manipolazione del mercato).

In tutti i quattro casi in cui sono stati accertati illeciti amministrativi di abuso di informazioni privilegiate, le informazioni privilegiate concernevano la promozione di un'offerta pubblica di acquisto, in tre casi funzionale al successivo *delisting*<sup>63</sup> delle società target.

Un caso di abusi di informazioni privilegiate ha riguardato l'illecita comunicazione da parte di un dipendente della banca d'investimento, *advisor* di una società non quotata per la promozione di un'Opa funzionale al *delisting* delle azioni della controllata quotata, a un amico ed ex collega, il quale ha poi abusato dell'informazione acquistando azioni sul mercato il giorno precedente l'annuncio al pubblico dell'informazione e vendendole il giorno successivo. *“Gli illeciti sono stati accertati anche grazie all’esame del traffico telefonico delle persone coinvolte e dei loro movimenti di denaro contante.”*<sup>64</sup> In un altro caso relativo ad un'Opa finalizzata al successivo *delisting* di azioni quotate, le indagini hanno permesso di accertare che una persona venuta in possesso dell'informazione privilegiata in virtù di rapporti di amicizia con un amministratore della controllante e con la moglie del medesimo aveva effettuato acquisti nei due giorni immediatamente precedenti l'annuncio dell'operazione.

Un primo caso di manipolazione informativa ha tratto origine da nuovi elementi trasmessi alla Commissione dall'Autorità Giudiziaria in merito a fatti in relazione ai quali erano già state irrogate sanzioni amministrative da parte della Consob. Tali elementi hanno permesso di verificare il contributo di una persona fisica nell'accreditare

---

<sup>63</sup> Con il termine *delisting* si indica la rimozione di un titolo azionario dal mercato su cui è quotato, il titolo in oggetto cesserà quindi di essere negoziato sul mercato regolamentato. Il ritiro dalle negoziazioni dei titoli della società può avvenire per volontà dell'azionista di maggioranza della società o per decisione di Borsa Italiana a causa di irregolarità negli scambi.

<sup>64</sup> Relazione Consob 2012.

pubblicamente, una ‘cordata’ di imprenditori italiani e stranieri nel processo di cessione del controllo di una compagnia aerea con azioni quotate, pur in assenza di concreto impegno da parte degli imprenditori a mettere a disposizione le risorse necessaria per sostenere l’iniziativa. La Consob ha accertato l’illecito amministrativo ma non ha effettuato ulteriori segnalazioni all’Autorità Giudiziaria.

Le indagini su un secondo caso di manipolazione informativa hanno portato alla contestazione di una dichiarazione falsa, resa da un importante investitore istituzionale, riguardo alla riduzione della propria partecipazione nel capitale di una primaria banca, nei giorni immediatamente precedenti un consistente aumento di capitale, dichiarazione suscettibile di produrre aspettative negative sulla solidità della banca e mettere a repentaglio l’esito della cruciale operazione di aumento di capitale. *“La dichiarazione non veritiera aveva avuto origine da un segnale del sistema di reportistica delle partecipazioni rilevanti generato in maniera non corretta.”*<sup>65</sup>

Un caso di manipolazione cosiddetta ‘mista’ ha riguardato le attività svolte in un periodo di oltre due anni dai *top manager* e principali azionisti di una società quotata rientrante in un gruppo attivo nel settore della moda i quali hanno posto in essere, un’ampia strategia di manipolazione del mercato tramite la diffusione di informazioni false e un’intensa attività di sostegno dei prezzi basata sull’acquisto di azioni proprie da parte dell’emittente quotato.

Un’indagine di manipolazione del mercato di tipo operativo conclusa nel 2012 ha portato all’individuazione di schemi operativi attuati da un *trader* nelle prime giornate, in cui un titolo azionario è stato scambiato presso un sistema multilaterale di negoziazione. Tali schemi si basavano nella ripetuta attuazione di scalate del book e di

---

<sup>65</sup> Relazione Consob 2012.

operazioni incrociate nelle fasi sia di negoziazione continua sia di asta. Le operazioni hanno ampliato i volumi degli scambi e provocato incrementi di prezzo, fornendo segnali rialzisti al mercato e generando così l'apparenza di un forte interesse per il titolo.

Nel 2012 la Consob ha complessivamente avviato procedimenti amministrativi per abusi di mercato nei confronti di 20 persone fisiche e di 11 enti per la responsabilità solidale e per la responsabilità amministrativa.

Il numero di soggetti a cui sono state inviate richieste di notizie, dati e documenti nel 2012 è stato complessivamente pari a 364. In 50 casi la Consob si è avvalsa della collaborazione di autorità di vigilanza estere, mentre in 40 casi le richieste sono state finalizzate ad assistere autorità estere in indagini condotte da queste ultime

Nel corso del 2012, la Consob si è costituita parte civile in due nuovi procedimenti penali in materia di abusi di mercato, di cui uno relativo a manipolazione del mercato, e un altro relativo ad abuso di informazioni privilegiate.

Nel processo per aggio e ostacolo all'esercizio delle funzioni della Consob riguardante la 'vicenda Antonveneta', la Corte d'Appello di Milano, con sentenza n. 3830 del 13 marzo 2012, ha parzialmente riformato la sentenza del Tribunale di Milano n. 10229/2008 del 28 maggio 2011. *“La sentenza ha revocato la condanna al risarcimento del danno in favore della Consob disposta dal Tribunale in relazione al reato di aggio, sul presupposto che le condotte poste in essere si sono realizzate prima dell'entrata in vigore dell'art. 187-undecies, del Tuf, che legittima espressamente la Consob a costituirsi parte civile nei processi penali riguardanti gli abusi di mercato. Nella citata sentenza la Corte d'Appello ha confermato la condanna al risarcimento del danno subito dall'Istituto in relazione all'ostacolo alle funzioni di vigilanza della*

*Consob. In merito all'individuazione dei danni subiti dall'Istituto, la Corte d'Appello ha precisato che l'assenza, nel caso di specie, di profili di inadeguatezza dell'azione di vigilanza della Consob «non vuol dire che in concreto l'autorità di vigilanza non abbia patito un danno d'immagine». La sentenza della Corte d'Appello è stata confermata dalla Corte di Cassazione, anche con riferimento alle statuizioni civili in favore della Consob, nonostante il parere contrario del Procuratore Generale in relazione alla questione della competenza territoriale.»<sup>66</sup>*

### **2.3.12 Gli abusi di mercato: 2013**

Nel corso del 2013, l'Istituto ha ricevuto 231 segnalazioni di operazioni sospette, di cui 184 provenienti da soggetti vigilati italiani. Delle segnalazioni ricevute, il 58% ha riguardato condotte riconducibili all'abuso di informazioni privilegiate, mentre il 35% ipotesi di manipolazione e il restante 7% condotte che integrano entrambe le fattispecie illecite.

Nel corso del 2013 l'Istituto ha concluso 22 indagini in tema di abusi di mercato, accertando illeciti amministrativi in 13 casi. Di questi, 4 si riferiscono a ipotesi di abuso di informazioni privilegiate, 4 a manipolazione del mercato di tipo informativo e i restanti 5 a manipolazione di tipo operativo. 10 indagini hanno dato luogo alla trasmissione di relazioni all'Autorità Giudiziaria, di cui 9 relative a ipotesi di manipolazione.

Per quanto riguarda la tipologia di informazioni privilegiate, in 2 casi esse riguardavano l'acquisizione o la dismissione di partecipazioni in società quotate. Il primo caso ha tratto origine da indagini condotte dalla Consob in cooperazione con le competenti Autorità del Lussemburgo e degli Stati Uniti d'America, su operazioni effettuate in

---

<sup>66</sup> Relazione Consob 2012.



contemporanea con il rialzo delle quantità scambiate e del prezzo delle azioni di una società quotata operante nel settore energetico. La Consob ha provato che un dirigente di un gruppo industriale e finanziario internazionale ha effettuato acquisti in conto proprio abusando delle informazioni privilegiate relative ad ingenti acquisti sul mercato da parte del gruppo di appartenenza, traendone un illecito purché significativo profitto. Al termine delle indagini la Consob ha accertato il un illecito e ha trasmesso una segnalazione all'Autorità Giudiziaria. Il secondo caso riguarda l'attività di *market sounding*<sup>67</sup> di un emittente attivo nel settore energetico, nonché la vendita di azioni disposta per utilizzando la medesima informazione. La Consob ha potuto ricostruire la trasmissione dell'informazione privilegiata tra diversi soggetti, grazie alla collaborazione delle competenti Autorità della Germania e del Regno Unito. Un altro caso riguarda l'illecita comunicazione dell'informazione privilegiata relativa alla promozione di un'offerta pubblica d'acquisto sulle azioni di una società quotata specializzata nel settore dei finanziamenti contro cessione del quinto dello stipendio. Nell'ultima ipotesi l'illecito è stato provocato dalla diffusione di un comunicato, da parte di una società quotata attiva nella fornitura di servizi di ingegneria per il settore *oli et gas*, relativo alla riduzione delle proprie stime sui risultati di esercizio appena concluso. La Consob per accertare l'illecito si è avvalsa della collaborazione della competente Autorità del Regno Unito.

Andando ad analizzare le ipotesi di illeciti di manipolazione del mercato, una prima indagine fa riferimento ad una manipolazione informativa del mercato riguardante la diffusione, da parte di una primaria banca italiana, di dati falsi relativo al patrimonio di vigilanza e ai coefficienti patrimoniali. Le informazioni false, sono state rese in una relazione semestrale, in concomitanza di operazioni di rafforzamento patrimoniale volte

---

<sup>67</sup> L'illecità comunicazione di informazioni privilegiate nell'ambito del collocamento sul mercato di un consistente pacchetto azionario.

ad un'acquisizione. *“Al termine delle indagini, condotte anche con la cooperazione della competente Autorità del Lussemburgo, la Commissione ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di tre persone fisiche, il Presidente del consiglio di amministrazione, il Direttore Generale e il Chief Financial Officer della banca, nonché nei confronti della stessa banca, ai sensi della disciplina sulla responsabilità solidale, e della disciplina sulla responsabilità amministrativa degli enti.”*<sup>68</sup>

Un secondo accertamento di indagine per manipolazione informativa, ha riguardato le false e fuorvianti informazioni diffuse tramite dichiarazioni pubbliche e comunicati stampa di una società svizzera e di una società britannica, nel periodo da dicembre 2010 a gennaio 2013 da un cittadino italiano residente in Svizzera in merito a pretesi investimenti e intenzioni di investimento nel capitale sociale di 12 emittenti quotati, effettuati da lui stesso, da società a lui riconducibili, oppure da terzi investitori che si sarebbero avvalsi dei servizi di consulenza prestati da queste ultime società. In conclusione la Consob, grazie alla collaborazione delle competenti Autorità del Regno Unito e della Confederazione Svizzera, ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di una persona fisica, nei confronti di due società. Un altro caso di manipolazione informativa del mercato ha riguardato le false informazioni diffuse da una società quotata, operante nel settore della componentistica per autovetture, nei bilanci di esercizio e consolidato. In particolare, la rappresentazione di alcune voci di bilancio è risultata falsa e materiale. La Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di 3 persone fisiche, nonché nella società stessa, e ha segnalato l'esito dell'indagine all'Autorità Giudiziaria. L'attività di vigilanza dell'Istituto relativa all'ipotesi di manipolazione del mercato informativa ha riguardato anche le false informazioni diffuse da due primarie compagnie di assicurazioni italiane nei relativi bilanci

---

<sup>68</sup> Relazione Consob 2013.

consolidati. In particolare la rappresentazione delle voci in bilancio riguardanti la determinazione della riserva sinistri RCA è risultata falsa e materiale. Al termine delle indagini, La Consob ha accertato l'illecito amministrativo nei confronti di 2 persone fisiche, nonché nelle stesse compagnie di assicurazione. Un caso di manipolazione di mercato operativa ha riguardato gli acquisti effettuati da una banca italiana, per conto della controllante, aventi ad oggetto le azioni della medesima banca. Tali acquisti effettuati da due dipendenti sotto la direzione dell'Amministratore delegato della stessa banca e del Presidente della controllante, hanno sostenuto in via continuativa il prezzo delle azioni. Pertanto, essi hanno fissato il prezzo ufficiale delle azioni a un livello anomalo e artificiale, fornendo indicazioni false e fuorvianti in merito al prezzo delle suddette azioni. Al termine delle indagini, la Consob ha accertato illeciti amministrativi nei confronti di 4 persone fisiche, nonché nei confronti della banca e della sua controllante.

Nel 2013 la Consob ha avviato procedimenti amministrativi per abusi di mercato nei confronti di 27 persone fisiche e di 16 enti per la responsabilità solidale e per la responsabilità amministrativa.

Inoltre, sono state inviate richieste di notizie, dati e documenti a 349 soggetti. In 22 casi la Consob si è avvalsa della collaborazione di autorità di vigilanza estere, mentre in 11 casi le richieste sono state finalizzate ad assistere autorità estere in indagini condotte da queste ultime.

Nel corso del 2013, la Consob si è costituita parte civile in 5 nuovi procedimenti penali in materia di abusi di mercato che erano stati segnalati all'Autorità Giudiziaria ad esito degli accertamenti svolti. Inoltre sono stati definiti in primo grado 5 procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali la Consob si era costituita parte civile. In 2 casi vi

è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob; 2 sono stati definiti con sentenza di applicazione della pena su richiesta delle parti; 1 con dichiarazione di estinzione del reato per prescrizione.

### **2.3.13 Gli abusi di mercato: 2014**

Nel 2014, gli accertamenti preliminari si sono fondati sulle segnalazioni di operazioni sospette, pari a 210, di cui 177, e 33 da Autorità estere, principalmente la Financial Conduct Authority (FCA) britannica. La Consob ha a sua volta trasmesso 13 segnalazioni, ricevute da soggetti vigilati italiani, a omologhe Autorità estere. Il 44% delle segnalazioni ricevute ha riguardato condotte riconducibili (in prima battuta) all'abuso di informazioni privilegiate, il 46% ipotesi di manipolazione e il restante 10% condotte che integrano entrambe le fattispecie illecite.

Nel corso dell'anno sono arrivate a conclusione 35 indagini per abusi di mercato e sono stati contestati illeciti amministrativi e/o penali in 13 casi.

Con riferimento alle 5 ipotesi di illeciti amministrativi per *insider trading*, le informazioni privilegiate hanno riguardato in 1 caso gli indirizzi strategici relativi a progetti alternativi di fusione, liquidazione o *joint venture* di un emittente quotato sulle cui azioni è stata poi effettivamente promossa un'Opa finalizzata al *delisting*. In un secondo caso le informazioni hanno avuto ad oggetto dati che sarebbero stati pubblicati nella relazione finanziaria semestrale nonché possibili operazioni sul capitale sociale. In una terza fattispecie le informazioni si riferivano all'imminente diffusione di un comunicato da parte dell'emittente relativo alla riduzione delle proprie stime sui risultati attesi per il 2012 e il 2013. Infine, due casi sono riferibili a informazioni relative a operazioni di mercato, rispettivamente l'imminente collocamento di una partecipazione

a investitori qualificati mediante un'asta, e gli acquisti di titoli azionari che sarebbero stati eseguiti sul mercato per quantità tali da influire in modo sensibile sui relativi prezzi.

Nel 2014 la Consob ha avviato complessivamente procedimenti amministrativi per abusi di mercato nei confronti di 33 persone fisiche e di 6 enti per la responsabilità solidale.

Le richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato nel 2014 hanno riguardato 173 intermediari, sei società quotate e loro controllanti o controllate, 37 soggetti privati (di cui 20 convocati per audizione), mentre hanno interessato autorità estere in 24 casi.

La Consob si è inoltre costituita parte civile in 9 procedimenti penali in materia di abusi di mercato (di cui 7 per manipolazione del mercato e 2 per abuso di informazioni privilegiate) che erano stati segnalati alla competente Autorità Giudiziaria a esito degli accertamenti di vigilanza svolti.

Nel 2014 sono stati definiti in primo grado 5 procedimenti in materia di abusi di mercato, nei quali la Consob si era precedentemente costituita parte civile. In 4 casi vi è stato il riconoscimento della responsabilità degli imputati e la condanna al risarcimento dei danni in favore della Consob (in un caso la condanna ha riguardato un imputato, mentre altri due imputati sono stati assolti); uno è stato definito con sentenza di assoluzione.

## 2.4 Analisi quali-quantitativa degli abusi di mercato dal 2002 al 2014

Come già detto precedentemente, la normativa in tema di abusi di mercato, e soprattutto i poteri della Consob in relazione a tale tema, ha subito forti cambiamenti nel periodo preso in esame.

Inizierei la mia analisi da una tabella, la quale mette in evidenza il numero di segnalazioni in materia di abusi di mercato, che sono state effettuate nel periodo preso in esame, facendo emergere le segnalazioni per ipotesi di informazioni privilegiate, e mettendo in evidenza gli accertamenti senza segnalazione di ipotesi di mercato, ovvero quelle segnalazioni che la Consob nell'analizzarle non vi ha trovato nessuna ipotesi di illecito di abuso di mercato.

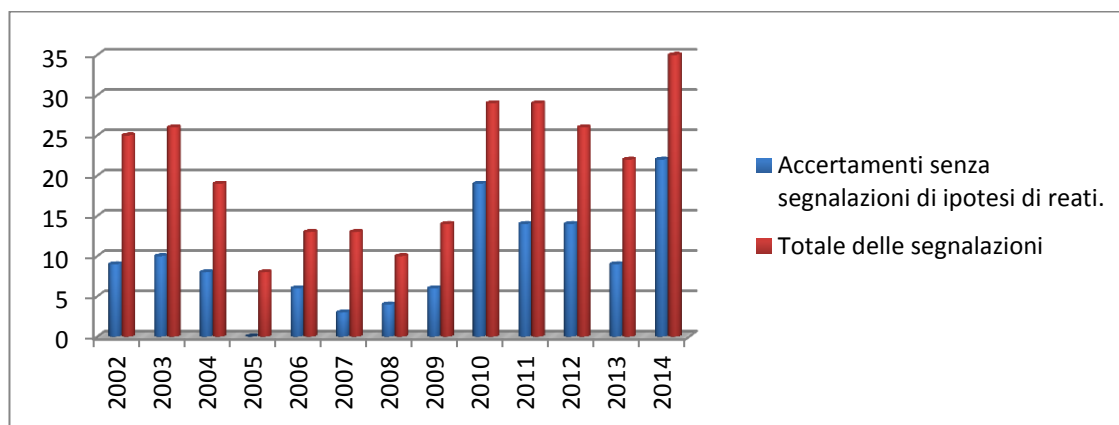
**Tav.1 Risultanze delle indagini in materia di abusi di mercato**

SEGNALAZIONE				Totale
DI IPOTESI DI REATO				
ACERTAMENTI SENZA SEGNALAZIONE				
DI CUI IPOTESI DI ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE		DI IPOTESI DI REATO		
2002	16	7	9	25
2003	16	13	10	26
2004	11	4	8	19
2005	4	2	4 <sup>1</sup>	8
2006	7	2	6	13
2007	10	3	3	13
2008	6	2	4	10
2009	8	2	6	14
2010	10	3	19	29
2011	15	7	14	29
2012	12	4	14	26
2013	13	4	9	22
2014	13	5	22	35

<sup>1</sup>A partire dal maggio 2005 la Consob non è tenuta a trasmettere le relazioni per le quali non vengono formulate ipotesi di reato.

Dalla Tav.1, analizzando la colonna delle segnalazioni di ipotesi di reato, emerge che per quanto riguarda le ipotesi di abuso di informazioni privilegiata, per i primi anni, dal 2002 al 2005 circa il 50% e in un caso circa l'80% (2003) sono ipotesi di illeciti di abuso di informazioni privilegiate, mentre negli anni successivi, ad eccezione del 2011 si ha una maggior segnalazione di ipotesi di manipolazione di mercato (operativa, informativa e mista), rispetto ad ipotesi di *insider trading*.

Come già detto precedentemente, la Consob dal 2005 non ha più l'obbligo di trasmettere quelle relazioni per le quali non vengono formulate ipotesi di reato, ma trovavo opportuno inserirle ugualmente per mettere in evidenza un altro aspetto importante: ricordo che dal 2010 l'attività di accertamento della Consob è stata significativamente potenziata in termini sia qualitativi sia quantitativi, e per di più sono state indicati nuovi strumenti agli intermediari i quali sono tenuti a incrementare il livello qualitativo, più che quantitativo, delle segnalazioni di possibili ipotesi di abuso di mercato. E questo è stato concretamente eseguito, come mostra l'istogramma seguente.

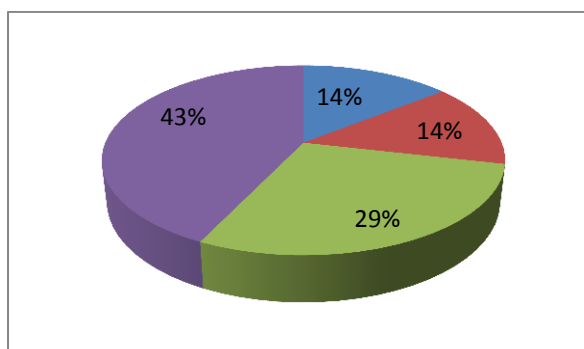


**Tav.2 Tipologia delle informazioni privilegiate nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di abuso di informazioni privilegiate.**

		Risultati				
	Mutamento del controllo - Opa	economici.  Situazione  patrimoniale e finanziaria	Operazioni sul capitale.  Fusioni -  Scissioni	Altre	di cui per ipotesi di <i>Front running</i>	Totale
2002	1	1	2	3	1	7
2003	5	2	1	5	2	13
2004	2	1	0	1	0	4
2005	0	1	0	1	1	2
2006	0	0	0	2	0	2
2007	1	1	1	0	0	3
2008	1	0	0	1	1	2
2009	0	0	1	1	1	2
2010	2	0	1	0	0	3
2011	5	0	0	2	0	7
2012	4	0	0	0	0	4
2013	1	1	0	2	0	4
2014	1	1	1	2	1	5

La seguente tabella ci mostra quali sono le diverse tipologie di informazioni privilegiate, su determinate operazioni, nelle segnalazioni all'Autorità Giudiziaria in cui si ipotizza il reato di abuso di informazione privilegiata. Il grafico a torta sottostante ci mostra che le informazioni riguardanti il progetto di promuovere un'Opa e il mutamento del controllo di una certa società, siano le maggior informazioni "privilegiate" che vengono sfruttate per compiere illeciti guadagni, e perciò il reato stesso.

Mutamento del controllo-Opa: Viola  
Situazione Patrimoniale e Finanziaria: Celeste  
Fusione-Scissione: Rosso  
Altre: Verde



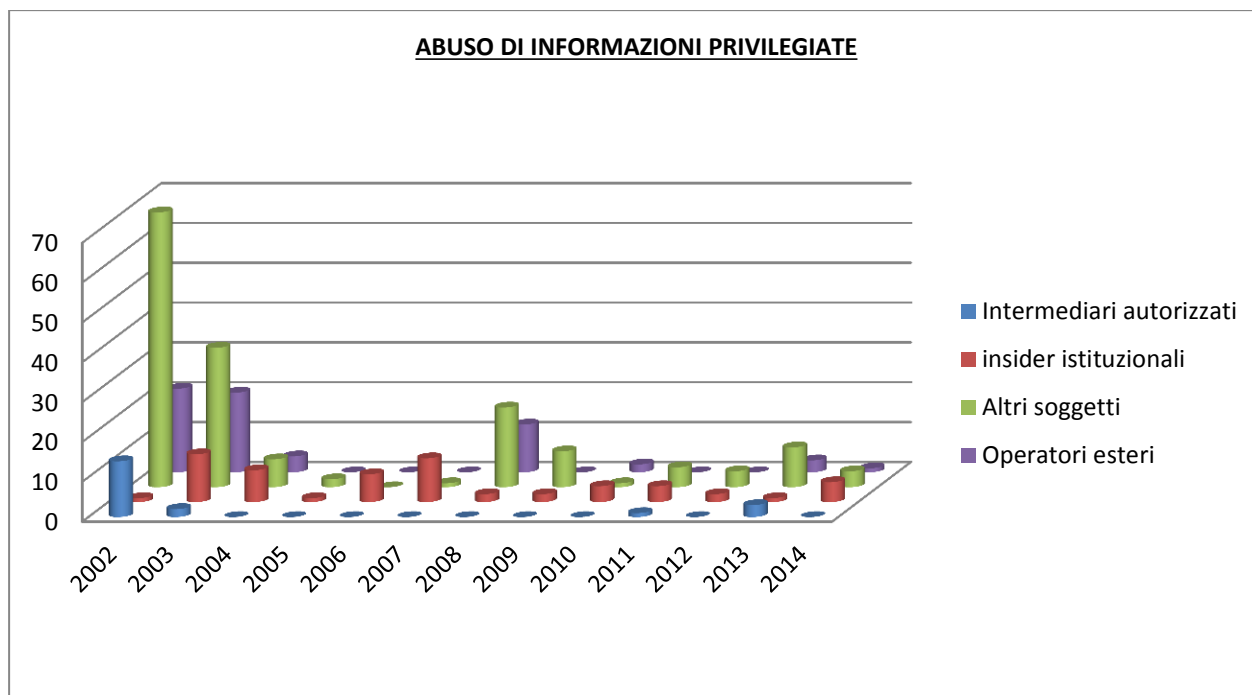
Tav. 3 Soggetti coinvolti in ipotesi di abusi di mercato segnalate alle Autorità Giudiziaria



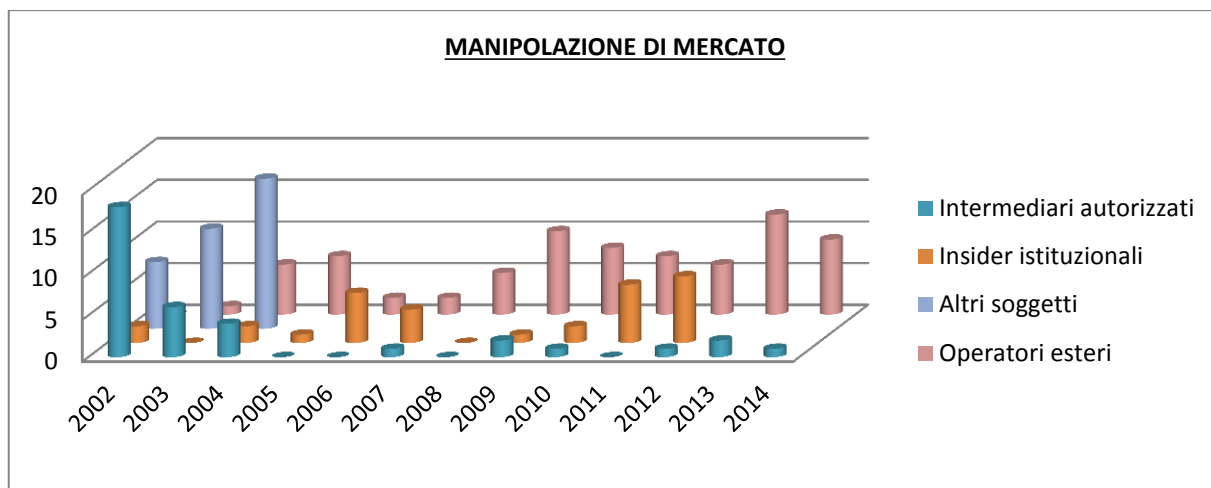
	<b>INTERMEDIARI</b>	<b>INSIDERS</b>	<b>ALTRI</b>	<b>OPERATORI</b>	<b>Totali</b>
	<b>AUTORIZZATI<sup>1</sup></b>	<b>ISTITUZIONALI<sup>2</sup></b>	<b>SOGGETTI<sup>3</sup></b>	<b>ESTERI</b>	
<b>ABUSO DI INFORMAZIONI PRIVILEGIATE</b>					
<b>2002</b>	14	1	69	21	<b>105</b>
<b>2003</b>	2	12	35	20	<b>69</b>
<b>2004</b>	0	8	7	4	<b>19</b>
<b>2005</b>	0	1	2	0	<b>3</b>
<b>2006</b>	0	7	0	0	<b>7</b>
<b>2007</b>	0	11	1	0	<b>12</b>
<b>2008</b>	0	2	20	12	<b>34</b>
<b>2009</b>	0	2	9	0	<b>11</b>
<b>2010</b>	0	4	1	2	<b>7</b>
<b>2011</b>	1	4	5	0	<b>10</b>
<b>2012</b>	0	2	4	0	<b>6</b>
<b>2013</b>	3	1	10	3	<b>17</b>
<b>2014</b>	0	5	4	1	<b>10</b>
<b>MANIPOLAZIONE DI MERCATO</b>					
<b>2002</b>	18	2	0	4	<b>24</b>
<b>2003</b>	6	0	1	0	<b>7</b>
<b>2004</b>	4	2	6	1	<b>13</b>
<b>2005</b>	0	1	7	0	<b>8</b>
<b>2006</b>	0	6	2	0	<b>8</b>
<b>2007</b>	1	4	2	0	<b>7</b>
<b>2008</b>	0	0	5	0	<b>5</b>
<b>2009</b>	2	1	10	1	<b>14</b>
<b>2010</b>	1	2	8	0	<b>11</b>
<b>2011</b>	0	7	7	0	<b>14</b>
<b>2012</b>	1	8	6	0	<b>15</b>
<b>2013</b>	2	12	12	0	<b>26</b>
<b>2014</b>	1	18	9	1	<b>29</b>

<sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio. <sup>2</sup> Soci, amministratori e dirigenti di società quotate. <sup>3</sup> Insider secondari e i cosiddetti *tippees* (art.180, comma 2, del Tuf)

La Tabella sopra indicata ci indica quali sono, ma soprattutto in quanti ipotesi di reato, tali soggetti sono stati coinvolti in un illeciti di abuso di mercato. Analizzo singolarmente i due illeciti di abuso di mercato per avere una maggior comprensione di quali soggetti sono coinvolti nel reato di abuso di informazioni privilegiati, e quali nel reato di manipolazione di mercato.



Facendo un'analisi quantitativa orizzontale, ovvero tenendo in considerazione tutti i dati raccolti dal 2002 al 2014, il seguente istogramma ci indica che i soggetti maggiormente coinvolti nel reato di informazione privilegiata, sono gli *insider* secondari. Tali soggetti sono stati coinvolti maggiormente negli anni 2002, 2003, ovvero prima dell'entrata in vigore della direttiva sulla *market abuse*, recepita in Italia nel maggio del 2005. La normativa previgente alla direttiva sugli abusi di mercato, puniva gli *insider* secondari solo se effettuavano operazioni di *trading*. Mentre la nuova disciplina punisce gli *insider* secondari sia se effettuano operazioni di *trading*, sia se fanno delle soffiare, e sia se effettuano *tuyuatage*. Secondo la mia analisi, negli anni successivi all'entrata in vigore della disciplina sugli abusi di mercato, gli *insider* secondari che entravano in possesso delle informazioni privilegiate, hanno rispettato la disciplina, perché intimoriti dal nuovo apparato sanzionatorio che li riguardava. Sempre dal grafico, nel 2003, 2004 e 2009 i secondi soggetti maggiormente coinvolti nel reato di abuso di informazione privilegiata sono gli Operatori esteri.



Dal grafico sopra riportato, salta subito all'occhio che anche per il reato di manipolazione di mercato prima del 2005, vedi 2002, 2003 e 2004, i maggior soggetti coinvolti in questo illecito sono gli *insider* secondari, per poi non esserlo più negli anni successivi al recepimento nel nostro ordinamento della direttiva 6/2003/CE. Comunque non sono da meno gli operatori esteri, che soprattutto negli ultimi 4, 5 anni sono stati i protagonisti del reato di manipolazione di mercato. Inoltre non è da sottovalutare anche gli intermediari istituzionali, che sono stati i protagonisti insieme agli *insider* secondari negli anni antecedenti la direttiva *market abuse*.

Andando ad analizzare, invece, i soggetti destinatari delle richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato, la tabella sottostante ci indica che le Banche, le Sim e le Sgr sono coloro che hanno effettuato il maggior numero di richieste in tutto il periodo preso in esame.

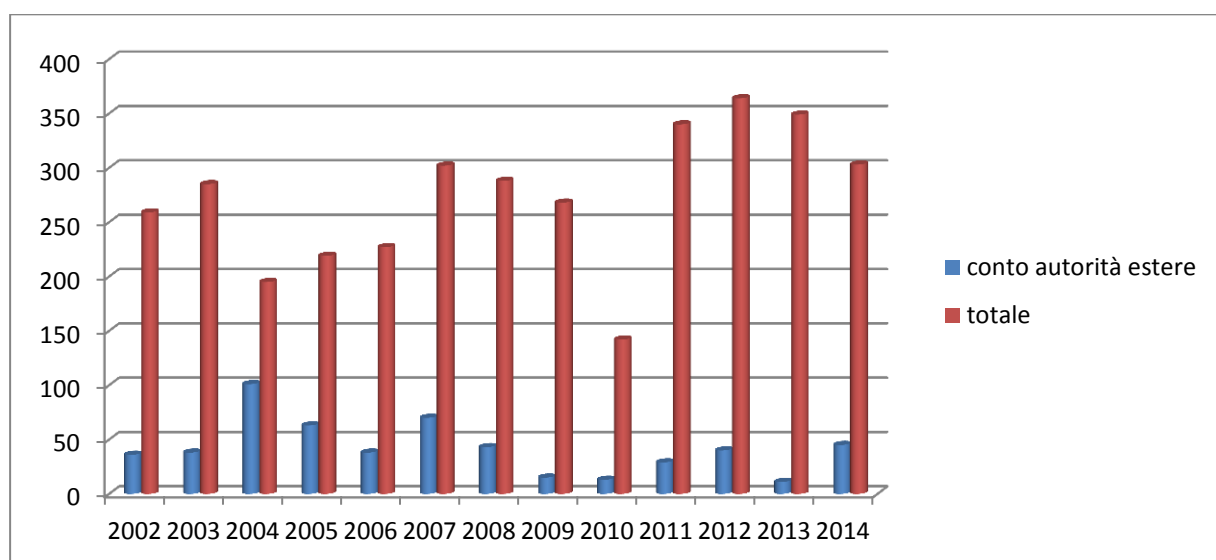
**Tav. 4 Richieste di dati e notizie in materia di abusi di mercato**  
(numero soggetti destinatari delle richieste)

	Intermediari autorizzati <sup>1</sup>	Società quotate e loro Controllanti controllate	<b>soggetti Privati</b>	<i>di cui audizioni</i>	pubbliche amministrazioni	autorità estere	<b>Totale</b>	<i>di cui per conto di autorità estere</i>
<b>2002</b>	154	28	52	19	1	24	259	36
<b>2003</b>	185	15	55	29	3	27	285	38

<b>2004</b>	146	13	23	7	2	11	195	101
<b>2005</b>	140	9	47	42	0	23	219	63
<b>2006</b>	161	11	44	31	4	7	227	38
<b>2007</b>	176	12	93	51	5	16	302	70
<b>2008</b>	115	57	66	38	15	35	288	43
<b>2009</b>	78	53	93	47	17	27	268	15
<b>2010</b>	37	35	48	41	5	17	142	13
<b>2011</b>	161	7	109	57	2	61	340	29
<b>2012</b>	207	9	71	30	27	50	364	40
<b>2013</b>	154	14	78	39	81	22	349	11
<b>2014</b>	173	6	37	20	63	24	303	45

<sup>1</sup> Banche, Sim, Sgr e agenti di cambio

La Consob si è trovata spesso a collaborare con Autorità di competenza di altri paesi, come la Svizzera, la Gran Bretagna, gli Stati Uniti d'America ecc...perciò trovo necessario evidenziare questo rapporto di collaborazione mediante il grafico successivo:



Tale grafico indica sul totale delle richieste di dati e informazioni sollecitate, quante sono per conto di Autorità estere.

In conclusione, dall'analisi dei dati raccolti, pensavo di trovare maggior differenze sul tema di abusi di mercato *pre-market abuse* e *post-market abuse*. Invece sono riuscita a comprendere come le funzioni della Consob si siano sempre più estese nel corso degli anni, e soprattutto l'importanza delle prevenzione dei reati mediante l'attività di

accertamento degli illeciti che coinvolge non soltanto l'Istituto ma anche tutti quei soggetti che sono tenuti a rispettare gli obblighi di comunicazione, in modo tale da permettere un'efficiente attività di controllo della Commissione. Anche perché come ben sappiamo, è sempre meglio prevenire che curare.



# La regolamentazione degli abusi di mercato in USA. Un confronto con la realtà Europea.

---

## **3.1 Una visione di insieme della condotta sugli abusi di mercato nel sistema statunitense**

### **3.1.1 Le origini della legislazione secondo il sistema americano**

Gli Stati Uniti sono il paese pioniere nella repressione del fenomeno di *insider trading*: le normative elaborate sono state utilizzate come modello emblematico per gli altri Paesi Europei, che hanno adottato una legislazione a partire dagli anni '90.

È necessario ricordare, che tra le cause della crisi di Wall Street (1929) vi erano le operazioni di investimento a fini speculativi compiute dal management in posizione di privilegio informativo. Tale crisi ha evidenziato la necessità di stabilire delle regole per facilitare la divulgazione delle informazioni rilevanti da parte delle società. Per ripristinare la fiducia degli investitori, sono stati introdotti due specifici provvedimenti: il *Securities Act*, nel 1933, con il quale sono stati introdotti una serie di obblighi relativi alle procedure di *disclosure* delle informazioni nei confronti degli investitori; e il *Securities Exchange Act* nel 1934, che tra i molteplici obbiettivi aveva anche quello di prevenire gli abusi di mercato. Questi due provvedimenti, rappresentano l'introduzione di un regime di informazione societaria obbligatoria al fine di offrire un'efficace tutela degli investitori.

A tal fine nel testo di legge sono state introdotte norme volte a prevenire la manipolazione del mercato, da un lato, e norme volte a prevenire la frode, attuata attraverso la diffusione di informazioni false. Bisogna precisare che, mentre la condotta di *insider trading* rientra più strettamente nella frode, la manipolazione di mercato in

senso stretto ha un'accezione differente rispetto a quella prevista e disciplinata dal sistema italiano.

Di *market manipulation*, si parla in termini vaghi, nel senso che anche *l'insider trading* è concepito come manipolazione e ciò che è colpito non è la mera diffusione della notizia falsa che ha l'effetto di manipolare il prezzo delle azioni sul mercato, bensì la diffusione della notizia falsa accompagnata dalla negoziazione di strumenti finanziari cui quella notizia è riferita. Nella pratica la differenza tra manipolazione e *insider trading* è assolutamente irrilevante: neanche le Corti distinguono le due condotte. All'attore è, infatti, richiesta la medesima prova nell'azione contro il colpevole. La distinzione, dunque, sarebbe soltanto sulla carta, ma non nei fatti. In definitiva, il focus del sistema è incentrato sulla condotta di abuso di informazioni privilegiate, mentre la condotta di chi diffonde false informazioni è trattata quasi soltanto a completare la disciplina, ma certamente non è il fulcro.

Sebbene, infatti, di *market manipulation* si parli separatamente nella *Section 9(a)* SEA '34, essa ha la medesima portata della *Rule 10b(5)*. Anche la giurisprudenza, come vedremo in seguito, non distingue sul piano di fatto tra *insider trading* in senso stretto e *market manipulation*. Lo scopo che si vuole raggiungere è il medesimo; ciò che cambia è il mezzo con il quale s'intende raggiungere tale scopo.

### **3.1.1.1 Il Securities Act 1933**

Il *Securities Act* si focalizza sul controllo dei titoli e sulla regolamentazione delle offerte dei valori mobiliari da parte degli *issuers* ossia le società emittenti per le quali si prevede l'obbligo di registrare presso la SEC ogni titolo scambiato e preparare un prospetto informativo, il cui contenuto è stabilito dalla legge. Due sono gli obiettivi fondamentali per cui è stato elaborato tale provvedimento: prima di tutto, assicurare la



presenza di una maggiore trasparenza nel bilancio d'esercizio in modo che gli investitori possano compiere decisioni relative agli investimenti sulla base di solide informazioni ed, in secondo luogo, stabilire delle leggi contro la *misrepresentation*<sup>69</sup> e le attività fraudolente nel mercato dei valori mobiliari. Solo agendo in questo modo, il governo federale aveva la possibilità di riportare la stabilità ed accrescere la fiducia degli investitori nel sistema. In generale, si può affermare che le norme ivi incluse non prendono direttamente in considerazione il fenomeno dell'*insider trading*; tuttavia la sua illiceità emerge dall'insieme di disposizioni contenute nelle leggi federali. In particolare, la norma presente nella *section 17(a)* reprime, in generale, le frodi compiute nella vendita di valori mobiliari.

### 3.1.1.2 Il Securities Exchange Act 1934

Il *Securities Exchange Act*, è considerato come il provvedimento legislativo perfezionativo del *Securities Act*. Tale provvedimento disciplina i meccanismi e le tecniche di vendita e di acquisto di valori mobiliari e offre strumenti di tutela nei confronti dell'investitore contro fattispecie di manipolazione e di *deception*<sup>70</sup> nell'ambito del mercato mobiliare. Le norme che spiccano, in riferimento a tale provvedimento, sono la *section 16(a)*, la *section 16 (b)* e la *section 10(b)*.

Il comma 1° della *section 16 (a)*, impone agli azionisti di una certa rilevanza (titolari di almeno il 10% o più del capitale sociale), agli amministratori e ai dirigenti, l'obbligo di rendere pubbliche tutte le operazioni relative ai titoli, iscrivendole in un apposito registro tenuto presso la SEC. La prima regola introdotta per reprimere condotte di *insider trading* è la *Section 16(b)*, con riferimento all'obbligo di versare alla società gli

---

<sup>69</sup> Falsa rappresentazione dei fatti.

<sup>70</sup> Inganno, raggirio.

*short-swing profits*<sup>71</sup> o gli *short-selling trading*<sup>72</sup>, posto in essere da corporate insiders o azionisti con più del 10% di azioni. Nonostante la sua rigidità, essa manifesta l'intenzione del legislatore di incrementare la fiducia dei risparmiatori, la quale si era affievolita durante la crisi.

La Section 10(b) del *Securities Exchange Act* '34 prevede: “*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange [...] (b) to use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such Rules and regulations as the (SEC) may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors*”. Dalla formulazione della disposizione, notiamo come nulla è prescritto come immediatamente illegale dalla Section 10(b); solo la possibilità che la SEC emani una regola che proibisca determinate condotte che sulla base della stessa possano dare luogo a responsabilità penale. Inoltre, si noti come nulla, in questa regola, accenni alla possibilità per gli investitori danneggiati da condotte fraudolente di agire in giudizio. In materia di manipolazione del mercato, la previsione più importante è quella contenuta nella Section 9(b) come introdotta dalla SEC, che è in parte simile alla Rule 10b-5.

Diverse sono le leggi che puniscono la condotta di *insider trading*. Le leggi statali garantiscono una minima parte di protezione contro l'*insider trading*. Sulla base dei principi della *common law*, spesso le Corti non sono riuscite a condannare l'imputato

---

<sup>71</sup> I profitti derivanti da operazioni in compravendita sui titoli della *corporation*, realizzate in un arco temporale inferiore a 6 mesi.

<sup>72</sup> Lo Short Selling è un'operazione finanziaria che consiste nella vendita di strumenti finanziari non posseduti con successivo riacquisto.

per *insider trading*, soprattutto quando si è trattato di dimostrare che ha agito sulla base di informazioni riservate.

Con il *Securities Exchange Act* è stata eliminata ogni possibile convenienza a effettuare operazioni di acquisto e vendita o di vendita e acquisto successivi, nell'arco di tempo di sei mesi, di titoli da parte di directors, officers e soci con più del dieci per cento di azioni. Tutti i profitti ottenuti in seguito alle operazioni anzidette, infatti, devono essere restituiti all'emittente, senza che sia necessario accertare se, nel porre in essere le stesse, vi sia stata o no disponibilità di informazioni riservate. Tuttavia, nel periodo dal 1934 al 1961, la regolamentazione, che ha condotto ad una restrizione nell'uso di *special information* da parte degli insider, non è stata applicata in modo diffuso.

### **3.1.1.3 La rule 10b-5 e la sua evoluzione.**

Nel 1942 la SEC, avvalendosi del potere regolamentare, che le è stato riconosciuto, ha emanato la *rule 10b-5*, così aumentando la portata della regola e dando attuazione alla regola del SEA '34: "*It shall be unlawful for any person, directly or indirectly, by the use of any means or instrumentality of interstate commerce, or of the mails, or of any facility of any national securities exchange, (a) to employ any device, scheme or artifice to defraud: (b) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or (c) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person in connection with the purchase or sale of any security*".

Tale regola, in definitiva, punisce qualunque comportamento fraudolento o manipolativo che sia connesso con un acquisto o una vendita di azioni, al fine di reprimere ogni genere di frode realizzabile nelle negoziazioni di valori mobiliari.

L'importanza di tale regola consiste nel fatto che questa norma ritiene illecito “*qualsiasi atto, attività, affare, che costituisca una frode (truffa o raggiro) ai danni di chiunque in connessione con l'acquisto o vendita di qualsiasi valore mobiliare*”. Poiché la regola punisce la condotta di chi vende e compra qualunque azione, la regola non limita la sua applicazione alle negoziazioni che avvengono su azioni quotate in borsa. Le norme sono volte a promuovere la comunicazione completa e corretta delle informazioni da parte degli emittenti e a chiarire e rafforzare i divieti esistenti nei confronti degli insiders.

Inizialmente la regola era stata emanata per prevenire che gli insiders facessero esplicite dichiarazioni fraudolente su come la società stesse agendo male, così che agli stessi fosse consentito di comprare le azioni ad un prezzo più basso. Al tempo dell'emanazione della regola, lo staff della Commissione non si è focalizzato sul paradigma tipico dell'*insider trading*, e certamente la Commissione non immaginava che la regola avrebbe potuto accrescere la possibilità di azioni private da parte degli investitori. Essa, secondo alcuni, aveva il solo scopo di lasciare alla SEC la possibilità di fermare l'attività fraudolenta.

Attualmente, però, la portata della regola e la sua applicazione è cresciuta, e molto, rispetto a quando la stessa è stata introdotta. In particolare, forse le più importanti estensioni che ha subito sono tre:

- trova applicazione per qualunque forma di frode o inganno, inclusi gli ordinari casi in cui l'*insider* silenziosamente compra o vende sulla base di informazioni privilegiate;
- si applica quando qualcuno pone in essere una falsa rappresentazione della realtà che induce taluno a comprare o vendere, anche se chi ha diffuso dichiarazioni false non ha mai acquistato o venduto per se stesso;

- più radicalmente, forse, un investitore che rispetta i requisiti richiesti dalle disposizioni di procedura può porre in essere un'azione legale privata sostenendo la violazione della *Rule 10(b)-5* e può chiedere il risarcimento dei danni.

Secondo la regola federale, perché un soggetto violi la *Rule 10b-5*, cioè purché viene violato il divieto di *insider trading*, devono essere presenti una serie di elementi:

- Il soggetto deve avere acquistato o venduto azioni di un'emittente titoli;
- Al tempo in cui egli ha acquistato o venduto le azioni, doveva essere in possesso di informazioni “*material*”<sup>73</sup>;
- L'informazione, al momento della negoziazione, non deve essere stata resa pubblica;
- Il soggetto che ha negoziato deve essere in una speciale relazione con la fonte dell'informazione privilegiata (o l'emittente o altra persona in possesso dell'informazione). Deve possedere questi requisiti se è un *insider* (ad es., un impiegato) o se è un “*constructive insider*” (in possesso, ad es., di informazioni confidenziali che l'emittente gli ha temporaneamente affidato, come un avvocato che lavora come consulente esterno alla società). Egli possiede questi requisiti anche se è un “*tippee*”, che ha ricevuto le informazioni da un *insider* (“*tipper*”) in violazione del dovere fiduciario dell'*insider* medesimo. Da ultimo, egli possiede questi requisiti se è un “*misappropriator*”, un *outsider* che prende le informazioni da un soggetto estraneo all'emittente (per esempio da un potenziale acquirente della società), in rottura di una promessa o di una notizia confidenziale.

---

<sup>73</sup> Un'informazione che sarebbe considerata importante da un investitore ragionevole.

- Il soggetto *insider* deve possedere requisiti giurisdizionali. Deve aver negoziato “by the use of any means or instrumentality of interstate commerce or of the mails, or of any facility of any national securities exchange”. Nel caso di azioni negoziate sul mercato diffuso, questo requisito deve sempre essere presente.

Due elementi hanno reso la regola un’arma utile contro *l’insider trading*: 1) il riconoscimento di un implicito diritto all’azione privata per violazione della regola federale; 2) la presa d’atto che la *Rule 10b-5* riguarda *l’insider trading* che ha luogo senza alcuna falsa rappresentazione della realtà.

Quasi sin dall’inizio, le corti hanno affermato che quando una persona viola la *Rule 10b-5*, l’investitore danneggiato dalla violazione può intraprendere un’azione civile per danni. La stessa formulazione della regola, o meglio il testo della *Section 10(b)*, sotto il quale la *Rule* è stata emanata, in nessun punto menziona l’azione civile. La giurisprudenza è, però, d’accordo nel consentire agli investitori danneggiati, per la cui protezione la *Rule* è stata emanata, la possibilità di agire per il risarcimento dei danni per violazione della regola 10b-5. Molte azioni private sono oggi previste espressamente. Nel 1988, già il Congresso emanò il ITSFEA (*Insider trading and Securities Exchange Fraud Enforcement Act*), che ha aggiunto, al Securities Exchange Act ’34, la *Section 20A*, che consente ad un soggetto di agire contro un altro, se questi ha negoziato sulla base di informazioni riservate ed entrambi erano parti della stessa negoziazione.

In conclusione, la *Rule 10b-5* non stabilisce espressamente che un *insider* che compra o vende sulla base di informazioni riservate, senza aver reso alcuna falsa dichiarazione, è colpevole di frode o inganno. La SEC ha, però, precisato che la condotta di chi negozia

sulla base di informazioni riservate viola la *Rule 10b(5)*, in quanto *l'insider* viola la regola del “*disclose or abstain*”.

#### **3.1.1.4 L' Insider trading Sanction Act (ITSA) del 1984 e l' Insider trading and Securities Fraud Enforcement Act (ITSEFA) del 1988**

Solo agli inizi degli anni '60, come risulta nel caso *Cady, Roberts & Co.*, la giurisprudenza ha iniziato a considerare *l'insider trading* come una violazione della legislazione federale sui mercati finanziari, in particolare come una frode ai sensi della *rule 10b-5* e dunque perseguibile dalla SEC. In particolare, l'opinione espressa dalla SEC al riguardo ha esteso l'applicazione della *rule* alle transazioni che hanno luogo nelle borse valori. In riferimento al caso sopra citato, furono condannati sia l'amministratore della società che, essendo venuto a conoscenza nel corso di un consiglio di amministrazione della decisione di tagliare parte dei dividendi, aveva comunicato la notizia ad un broker, che aveva provveduto a vendere i titoli prima che la notizia venisse divulgata al pubblico. Una decisione di questo tipo apriva la strada all'applicazione del principio della parità di accesso all'informazione che riconosceva a tutti i partecipanti al mercato il diritto di operare sostenendo il medesimo rischio. Lo stesso principio è stato applicato anche nel caso *Texas Gulf Sulphur Co.*<sup>74</sup> del 1968: nello specifico, gli *insiders* avevano acquistato azioni e opzioni call prima dell'annuncio della scoperta di ricchi giacimenti minerari che avrebbero cambiato i guadagni attesi della società.

Nonostante gli sviluppi giurisprudenziali in termini di *regulation*, abbiamo aumentato la restrizione delle vecchie leggi, esse continuano a proibire solo gli esempi più eclatanti

---

<sup>74</sup> Uno dei casi giurisprudenziali più importanti relativi all'applicazione della *Rule all'insider trading* è il *Texas Sulphur case*. Questo caso è importante per una serie di ragioni: a) contiene una completa evoluzione dei fatti e da' la percezione dei vari problemi che *l'insider trading* può causare all'interno di una società; b) è il più importante caso in cui i giudici affermano che *l'insider trading* silenzioso costituisce violazione della *Rule 10b-5*; c) è il primo caso nel quale la SEC ha con successo costretto gli *insiders* a restituire i profitti illeciti, così incoraggiando l'azione da parte dei privati.

di speculazione sull'*inside information*. Inoltre, la SEC, la quale, al fine di processare un *insider*, deve provare non solo che l'individuo abbia realizzato profitti anomali ma anche che abbia scambiato sulla base di *material information* non conosciute dal pubblico, è accusata di utilizzare delle tecniche investigative superficiali. Le punizioni poi non sembrano essere un deterrente sufficiente per gli *insiders*. Lo stato di incertezza interpretativa della giurisprudenza, manifestato dal carattere oscillante delle sue pronunce, era il segno di una visione non univoca e nemmeno pacifica della materia e dell'uso dei mezzi per regolarla. Di conseguenza, si erano diffusi non pochi dubbi sull'effettivo ambito di applicabilità della disciplina accentuati dal dibattito della dottrina in merito all'adeguatezza degli strumenti normativi. Era quindi necessario un imminente intervento legislativo del Congresso per porre fine alle numerose polemiche. Il primo provvedimento legislativo federale esplicitamente finalizzato alla repressione dell'*insider trading* è l'*Insider trading Sanction Act* (ITSA) del 1984. Si tratta di una legge che comporta da un lato, un inasprimento delle sanzioni esistenti e dall'altro, l'introduzione di nuove sanzioni. Segue poi nel 1988 l'introduzione dell'*Insider trading and Securities Fraud Enforcement Act* (ITSFEA). In questi due interventi si individua l'intenzione del legislatore di aumentare il "prezzo" dell'illecito, sia attraverso la progressiva elevazione dei limiti massimi delle sanzioni pecuniarie e detentive, sia mediante il potenziamento di meccanismi incentivanti volti a stimolare iniziative di autoregolamentazione, che dovrebbero accentuare gli sforzi di prevenzione del fenomeno ma anche la probabilità di scoperta e quindi ridurre tempi e costi di accertamento da parte dell'organo di controllo. Un esempio di tali iniziative è dato dall'inserimento della responsabilità in capo ai soggetti con funzioni direttive e di controllo interno per gli illeciti compiuti dai propri collaboratori. Nel dettaglio, l'ITSA del 1984 prevede la modifica della *section 21(d)* del *Securities Exchange Act* (SEA),



conferendo la possibilità alla SEC di provvedere ad una sanzione amministrativa pecuniaria per un importo fino a tre volte l'importo del profitto conseguito o della perdita evitata a carico di chiunque compia operazioni di compravendita e si trovi in possesso di informazioni rilevanti e non pubbliche. Inoltre, il provvedimento in questione introduce nella *section 21 (a)* del SEA una *civil penalty* irrogabile dalle corti contro gli stessi soggetti appena citati, sempre nella misura del triplo del profitto illecitamente conseguito o della perdita evitata. L'inasprimento si ha anche in sede penale: la sanzione penale viene elevata da 10.000 a 100.000 dollari. In conclusione, si può affermare che l'ITSA contribuisce ad irrigidire il trattamento sanzionatorio nei confronti degli autori di *insider trading*, senza però fornirne una definizione positiva. D'altra parte una definizione legislativa rigida del fenomeno avrebbe comportato, oltre alle incertezze dovute alla sovrapposizione con le definizioni che derivano dalle elaborazioni giurisprudenziali, una diminuzione della capacità della Commissione nel valutare nuove ed imprevedibili forme di abuso informativo escogitabili. Vi è una sola disposizione, che chiarisce la definizione di *insider trading*, la *section 20(d)* del SEA, la quale elimina la possibilità di elusione del divieto di *insider trading* nel caso di scambi che abbiano ad oggetto i derivati. L'ITSFEA del 1988, invece, introduce la *section 20A* del *Securities Exchange Act*, la quale codifica un esplicito diritto di azione per danni contro *insiders* e *tippees* a favore di quanti abbiano contemporaneamente operato sugli stessi titoli, anche se non come controparte diretta, con operazioni uguali e contrarie a quelle poste in essere *dall'insider*.

Le maggiori novità apportate dall'ITSFEA sono:

- La possibilità concessa ad un privato di agire per il risarcimento dei danni contro un'*insider*. Né la *Section 10(b)*, né la *Rule 10b-5* introdotta dalla SEA, lo consentano espressamente;

- La *Section 20A*, riconosce il diritto ad agire solo a colui che si trova nella posizione di *contemporaneus trader*. Il soggetto deve dimostrare che nel momento in cui l'*insider* stava negoziando sulla base delle informazioni privilegiate, egli negoziava in senso opposto, anche se non necessariamente con l'*insider*;
- L'ITSFEA stabilisce chiaramente che il *tipper* è responsabile nella stessa maniera del *tippee*, anche se il *tipper* non ha beneficiato finanziariamente del suggerimento;
- Infine, da' la possibilità alla SEC di ottenere il risarcimento dei danni dal soggetto controllore quando il controllato è colpevole di *insider trading*. È prevista un'estensione della responsabilità a carico di chi aveva il dovere di controllare e non ha controllato o per volontà o per imprudenza. Anch'egli "pagherà" le conseguenze della sua negligenza proprio come se fosse un *insider*.

Con tale disposizione il legislatore accoglie la *misappropriation theory*, ossia la teoria per cui un soggetto, che si appropria di un'informazione dal proprio datore di lavoro ed effettua scambi sul mercato sulla base di tale informazione, è considerato colpevole di *insider trading*. Tale teoria non guarda solo ai soggetti che scambiano azioni della propria società, ma include anche coloro che sfruttano la loro conoscenza per realizzare profitti in qualsiasi società. Inoltre, con l'intervento del 1988 si opera un ulteriore inasprimento sanzionatorio, prevedendo la reclusione fino ad un massimo di dieci anni e la multa fino ad un milione di dollari per gli autori di *insider trading*. La SEC ha poi anche la possibilità di riconoscere una taglia fino al 10% della sanzione pecuniaria inflitta oppure dell'importo concordato in caso di patteggiamento, in favore di chi fornisca informazioni utili per elaborare una condanna per *insider trading*. L'ultima

considerazione relativa all'ITSFEA riguarda l'inserimento nel *Securities Exchange Act* della *section 21A(b)*, la quale prevede che la SEC sia legittimata ad esercitare un'azione civile anche nei confronti delle cosiddette *controlling persons*. Infatti i soggetti, i quali, al momento della violazione, direttamente o indirettamente controllano la persona che commette la violazione, rispondono per un importo fino al triplo del profitto o della perdita evitata, se emerge che essi fossero a conoscenza o avessero negligenzemente trascurato il fatto che il soggetto sottoposto a controllo stesse compiendo la violazione, senza adottare le opportune misure per prevenire tali atti prima del loro compimento. “ITSFEA generally has expanded the civil penalty provision of the 1984 Insider trading Sanctions Act to cover not only traders and tippers, but also controlling persons who fail to take appropriate steps to prevent potential insider trading or tipping by their employees”. In conclusione, si può affermare che l'ITSFEA rappresenta un'ulteriore condanna nei confronti di ogni pratica di abuso informativo e conseguentemente viene ribadita la volontà di tutelare gli investitori. Nonostante l'emanazione di un atto aggiuntivo, manca ancora una definizione positiva dell'illecito di abuso di informazioni privilegiate.

La normativa statunitense più recente ha adottato due nuove regole nel corso dell'anno 2000 per regolare il fenomeno dell'*insider trading*, la *rule 10b5-1* e la *Regulation Fair Disclosure (Reg FD)*. Il primo provvedimento è stato introdotto dalla SEC al fine di permettere agli *insiders* di società che scambiano pubblicamente di realizzare un *trading plan* per vendere i titoli che possiedono. Questi *plans* consentono ai principali possessori di vendere un numero di azioni in un periodo di tempo predeterminato e sono utilizzati dai principali *corporate executives* con l'obiettivo di evitare di essere accusati di *insider trading*. Il secondo provvedimento rappresenta un ulteriore sforzo da parte della SEC di limitare la possibilità che si realizzi il fenomeno dell'*insider trading*. Tale

regolamentazione prevede che quando l'emittente rivela *material non public information* ad un certo numero di persone, come ad esempio possono essere i detentori dei titoli dell'emittente, deve obbligatoriamente rendere pubblica tale informazione. Il periodo di tempo, entro il quale l'informazione deve essere rivelata, dipende dal fatto se la rivelazione è intenzionale o meno; nel caso sia intenzionale deve avvenire simultaneamente, mentre, in caso contrario, l'emittente deve rivelare la notizia con prontezza.

#### 3.1.1.5 Il Sarbanes Oxley Act (SOX) del 2002

Gli scandali finanziari americani, che si sono succeduti a ripetizione, all'inizio degli anni 2000, senza risparmiare alcun settore dell'economia degli Stati Uniti, il Paese da sempre considerato come "*il motore del mondo*", si sono rivelati come una clamorosa degenerazione patologica all'interno del meccanismo di funzionamento del mercato e dei presidi posti a sua tutela. In risposta a questa situazione, nel 2002 fu adottato il *Sarbane Oxley Act* (SOX) con l'obiettivo fondamentale di recuperare la fiducia dei risparmiatori delusi, ma anche di coinvolgere i soggetti che per vocazione o carica ricoperta, dispongono di dati e notizie utili al mercato per determinare i prezzi dei titoli. Esso fu definito dal Presidente Bush "*the most far reaching reforms of American business practices since the time of Franklin Delano Roosevelt*". Tale atto prevede un numero consistente di riforme volte a migliorare le dichiarazioni finanziarie da parte delle grandi società e a prevenire l'esercizio di attività fraudolente. Tra le varie riforme, il SOX prevede una maggior trasparenza da parte delle *big corporations*, un inasprimento delle sanzioni per gli illeciti e un più elevato potere e più risorse a disposizione della SEC. Il suo approccio è fortemente garantista nei confronti del mercato: infatti con l'introduzione di norme sulla *corporate responsibility*

maggiormente incisive e con l'obiettivo di prevenire i fenomeni criminosi del *market abuse*, il governo americano ha inciso fortemente sulla struttura organizzativa e sul funzionamento interno delle imprese. Le società americane quotate a Wall Street, ma anche gli emittenti stranieri che hanno rapporti d'affari con tali società o che sono da queste controllate, sono obbligati a rispettare le regole e gli standard previsti dal SOX.

### 3.1.2 Insider, Tippee e Misappropriator

È bene sottolineare che non tutti coloro che negoziano sulla base di informazioni riservate violano la regola federale, ma soltanto coloro che possono essere definiti *insiders*, *tippee* o *misappropriator* secondo le disposizioni in vigore.

#### 3.1.2.1 L'Insider

Un soggetto è “*insider*” solo se ha un qualche tipo di **relazione fiduciaria** che gli impone di trattare certe informazioni come confidenziali. Un *insider* sarà responsabile secondo la *Rule 10b-5* se negozia mentre è in possesso di informazioni riservate e privilegiate. La Corte Suprema ha definito precisamente chi è un *insider*, ma il concetto di massima è che è *insider* colui che ottiene informazioni in virtù del suo legame con la società le cui azioni sono da lui negoziate. Possono essere qualificati come insiders: gli *officers*, i *directors* e altri dipendenti di alto livello e questi saranno responsabili di *insider trading* solo se negoziano in azioni della società di cui sono dipendenti mentre sono in possesso di informazioni riservate che riguardano la società stessa. Nella legislazione e nella dottrina americana non si distingue tra *insiders* primari e secondari. Anche un dipendente di più basso livello, però, può essere qualificato *insider*, ai fini che a noi interessano, se viene in possesso di informazioni riservate in virtù del suo ufficio. Per es., D è la segretaria di P, presidente della società X. Un giorno, mentre D riordina sulla scrivania di P, butta l'occhio su una lettera da parte di S

a P che dice “Ci proponiamo di acquisire la X per \$20 ad azione”. D esce e compra azioni della X a \$10 ad azione. D è certamente un *insider* e ha violato la *Rule*, anche se non è un’impiegata di alto livello. Ha, infatti, acquisito le informazioni riservate nell’impiego del suo lavoro presso la X e ha il dovere di tenere per se le informazioni che riguardano la compagnia e di non usarle a proprio vantaggio. Diversamente, invece, non è *insider* l’autista che, accompagnando il suo datore di lavoro ad un incontro, carpisce, mentre il passeggero parla al telefono, notizie sulla società di cui egli è amministratore o sulle azioni della società stessa e successivamente sfrutta le informazioni per raggiungere un profitto. Questo, lo vedremo in seguito, perché in questo caso l’autista non avrebbe violato alcun dovere fiduciario verso la società. Persone che non lavorano per la società emittente, ma alle quali dalla stessa sono affidate informazioni confidenziali, potrebbero, invece, essere definiti “*constructive or temporary insiders*”. Per es., se la società X dà un’informazione riservata ad un professionista esterno (un avvocato, ad es.), perché lo stesso fornisca un servizio alla società, il professionista è certamente un *constructive insider* e non può in alcun modo negoziare sulla base di quelle informazioni, altrimenti sarà responsabile di *insider trading*. Un soggetto è, invece, solo un “*temporary insider*” se la società mette in chiaro che si aspettava che l’informazione rimanesse confidenziale, nel senso che se la società X si rivolge ad un banchiere per un prestito e gli manifesta che vuole utilizzare il prestito per espandere il commercio di plastica, il banchiere può presumibilmente acquistare azioni della società X, se la stessa non ha detto al banchiere che la notizia doveva rimanere confidenziali.

### 3.1.2.2 Il Tippee

Un soggetto è un “*tippee*” solo se:

- ha ricevuto informazioni dategli in seguito a rottura del vincolo fiduciario *dell'insider*;
- sa che (o, forse, dovrebbe sapere che) c'è stata la rottura del vincolo;
- *l'insider/tipper* ha ricevuto qualche beneficio dalla rottura del vincolo (o ha inteso beneficiare economicamente il *tippee*).

Analizziamo più da vicino i tre requisiti richiesti ad un soggetto perché possa essere definito *tippee*.

La rottura del dovere fiduciario da parte *dell'insider*: il *tippee*, infatti, per essere tale deve ricevere le informazioni da parte di un *insider* e la *disclosure* di queste informazioni deve essere tale da far venir meno il dovere fiduciario che *l'insider* ha verso la società. Questo è il requisito che effettivamente fa del *tippee* un soggetto responsabile indirettamente di *insider trading*. Un esempio può aiutare. Prendiamo una compagnia petrolifera. P lavora nella compagnia e durante il suo lavoro sente che una società rivale, la G Comp., ha fatto una sensazionale scoperta. P dice di questa notizia, non ancora diffusa, all'amico T. T compra, allora, azioni della G Comp. Assumendo che P non è un *insider* della società G, P non ha rotto alcun vincolo fiduciario con la G. Dunque, P non può essere responsabile di *insider trading* e di conseguenza T (la cui responsabilità dovrebbe derivare dalla responsabilità di P) non sarà responsabile. Come conseguenza di questo primo requisito, se un *outsider* acquisisce informazioni totalmente per caso, senza violazione alcuna di un vincolo fiduciario, *l'outsider* può negoziare e non sarà responsabile per questo. Per esempio, questo è il caso dell'autista che, senza violare alcun dovere fiduciario, casualmente ascolta informazioni privilegiate. Analogamente, se *l'outsider* acquisisce le informazioni riservate con diligenza, egli può negoziare sulle stesse nonostante siano riservate, a patto che non vi sia stata alcuna rottura del proprio vincolo fiduciario nel passaggio di informazioni.

La conoscenza del *tippee*: il *tippee* non è meno responsabile se sa (o avrebbe dovuto sapere) che le informazioni sono la conseguenza della rottura del vincolo fiduciario del *tipper*. Prendiamo sempre l'esempio di prima. Adesso, però, assumiamo che P ha saputo della scoperta della società G come risultato di un colloquio di lavoro alla G, durante il quale gli era stato detto (prima di avere l'informazione) "Non dire a nessuno dell'informazione che stai per ricevere sulla compagna perché è top secret". Assumiamo, poi, che P abbia dato l'informazione solo a T, senza dare a T alcuna ragione di credere che P aveva promesso di tenere segreta l'informazione. Anche se P è responsabile di aver violato la *Rule 10b-5*, T non può essere responsabile poiché egli non sapeva, o comunque non aveva ragione di sapere, che P stava violando un dovere fiduciario.

Il vantaggio del *tipper*: infine, il *tipper* deve aver ricevuto un profitto in seguito alla violazione del dovere fiduciario o, comunque, *l'insider*, con il suo comportamento, deve aver voluto permettere al *tippee* di raggiungere un profitto. Questo significa che un mero commento "sapevi..." da parte del *tipper*, fatto senza pensare alla possibilità che il *tippee* negozierà sulla base di quella informazione, è molto probabile non inneschi alcuna responsabilità nel *tippee*. Un dirigente sta prendendo da bere in un bar e dice ad alta voce a B "La mia società, G, ha scoperto un giacimento di petrolio in Malaysia, così probabilmente andremo lì la prossima settimana e non ti vedrò per un po'". Al dirigente non viene in mente che B potrebbe negoziare sulla base di quella informazione e certamente egli non intendeva trarre dalla notizia alcun beneficio, né apportarne a B. B ascolta, compra e guadagna. B non può essere responsabile di *insider trading* poiché il dirigente non intendeva procurargli un beneficio o ottenere, direttamente o indirettamente benefici dalla *disclosure*. Così anche se la condotta di B è stata venale, e molte persone avrebbero voluto che fosse responsabile, egli è assolutamente innocente.



Se però *l'insider* intendeva aiutare il *tippee* a raggiungere un profitto economico, non c'è discussione che *l'insider* non aveva inteso beneficiare se stesso. Così se il dirigente dicesse a B, nell'esempio di prima "Perché non compri qualche azione della G?", ambedue sarebbero responsabili di *insider*.

Strettamente collegato alla responsabilità indiretta del *tippee* è il caso in cui un soggetto venga a conoscenza di un'informazione riservata non dall'emittente, bensì da un parente, che a sua volta ha un qualche legame con l'emittente. In quali circostanze il soggetto che è venuto a conoscenza delle informazioni può essere considerato un *insider*?

C'è stato un caso che si è occupato proprio di questa fattispecie, nel quale si è deciso che un soggetto può essere considerato un *insider* solo se ha una responsabilità fiduciaria circa l'informazione. Il mero fatto che egli abbia ottenuto l'informazione da un parente non darebbe, invece, ragione di credere che egli avesse un dovere fiduciario. Quando un'informazione è divulgata a una persona da un'altra che è un parente vicino, trova oggi applicazione la *Rule 10b-5-2* emanata dalla SEC nel 2000, che contiene una presunzione relativa secondo la quale chi riceve l'informazione ha il dovere di tenerla riservata. Nella *Rule* la SEC ha indicato tre diverse circostanze nelle quali può essere riscontrato un dovere di "*trust or confidence*" da parte di chi riceve le informazioni: i) il dovere esiste se chi riceve le informazioni ha promesso di tenere segrete le informazioni ricevute; ii) il dovere esiste se chi divulga la notizia e chi la riceve hanno un rapporto tale per cui chi riceve le informazioni sa o comunque dovrebbe sapere che chi gli ha dato le informazioni si aspetta che lui le tenga riservate; iii) infine, la presunzione relativa c'è se chi riceve l'informazione è il marito o la moglie, un genitore, un figlio o un fratello o una sorella di chi divulga la notizia. Il ricevente può comunque dare la prova contraria provando che, alla luce della relazione che esiste tra due membri della

stessa famiglia, chi ha ricevuto l'informazione “*non sapeva né avrebbe dovuto ragionevolmente sapere che l'informazione doveva restare confidenziale*”.

### 3.1.2.3 Il Misappropriator

Un soggetto può essere definito “*misappropriator*” se è un *outsider* che riceve le informazioni da un soggetto diverso dall'emittente, in violazione della promessa che quelle informazioni sarebbero rimaste confidenziali. Non è ancora pienamente chiaro quale situazione costituisca “*misappropriation*” di una informazione riservata. La chiave sembra essere l’“*inganno*”. Anche nel caso della “*misappropriation*” la differenza l’ha fatta il dispositivo di una causa, dove la Corte ha stabilito che la teoria della “*misappropriation*” presuppone la responsabilità del *fiduciary-turned-trader* per aver ingannato coloro i quali gli avevano affidato informazioni confidenziali. Apparentemente, se e solo se chi ha fornito le informazioni riuscisse a intraprendere un’azione contro il soggetto per “furto di informazioni”, il soggetto contro cui si è agito potrebbe essere riconosciuto responsabile secondo la teoria della “*misappropriation*”.

È stato, infatti, stabilito che chiunque si appropria indebitamente di informazioni confidenziali ricevute da un altro soggetto, può essere responsabile di aver negoziato sulla base di quelle informazioni. Infatti:

- chi viene a conoscenza di informazioni in virtù di una relazione di fiducia con la società che pianifica un’offerta pubblica, può essere colpevole di *insider trading*;
- analogamente, chi viene a conoscenza di un’informazione riservata che riguarda l’emittente in virtù del lavoro all’interno di un giornale o di un’emittente televisiva o radiofonica che è in procinto di pubblicare o trasmettere una notizia sulla società, potrebbe essere accusato di *insider trading*;

Anche una persona che viene a conoscenza delle informazioni in seguito ad una ricerca finanziaria fatta per una società che gestisce denaro potrebbe essere responsabile, se l'informazione “*apparteneva*” alla società. Da quanto finora riportato, sembra semplice stabilire quando un soggetto si appropria indebitamente di informazioni riservate. Ci sono, però, tanti casi ancora ambigui. Facciamo un esempio. Supponiamo che A sia un giornalista del Metro Press. Supponiamo anche che questo giornale non abbia adottato una specifica politica relativamente all'uso delle informazioni che gli stessi giornalisti acquisiscono durante il loro lavoro. A sta svolgendo ricerche sulla società X per un articolo. Viene a sapere da una fonte interna alla società, T, che il direttore finanziario della società stava falsificando i libri contabili. A vende allo scoperto azioni della società, cioè compra opzioni “put” sulla stessa. A successivamente pubblica il suo articolo e le azioni della società perdono la metà del loro valore, portando ad A un notevole profitto. Si è A indebitamente appropriato delle informazioni? La risposta non è immediatamente chiara. Una corte potrebbe sostenere che A ha un implicito dovere verso il giornale per cui lavora di tenere segreta qualunque notizia o informazione egli venga a sapere in virtù del suo lavoro, ma non è sicuro che la corte arrivi a questa soluzione. Molto probabilmente A potrebbe essere responsabile di *insider trading* se il giornale per cui lavora adottasse una politica ben precisa, della quale A sia consapevole, a norma della quale tutti gli articoli sono di piena proprietà del giornale e non del giornalista che li scrive. Peraltro, posto che il presupposto dell'appropriazione indebita di informazioni è l'inganno, la preventiva divulgazione delle intenzioni di un soggetto alla fonte dell'informazione riservata potrebbe proteggere lo stesso dalla responsabilità da *insider trading*.

## 3.2 La Market Manipulation

La *market manipulation*, consiste nel porre in essere una falsa rappresentazione della realtà finanziaria, che induce gli investitori a negoziare strumenti finanziari sul mercato. Dall'impianto normativo e giurisprudenziale illustrato precedentemente, possiamo definire che nel sistema statunitense vi è una mancanza di una disposizione simile a quella sulla manipolazione di mercato, a differenza del sistema Italiano che è presente nella direttiva sulla *market abuse*.

Nel sistema statunitense, la manipolazione di mercato è regolata dalle seguenti fonti normative:

- La sezione 17(a) del Securities Act of 1933;
- la sezione 9(a), la sezione 10(b), rule 10b-5 e la sezione 15(c) del Securities Exchange Act of 1934.

Nella sezione 17(a) (*Fraudulent interstate transactions*) è affermato che sono vietate le condotte manipolative nell'offerta e nella vendita di titoli, consistenti in piani, schemi e artifici per ingannare gli investitori e in dichiarazioni false o omesse.

Nella sezione 9(a) (*Manipulation of security prices*) del Securities Exchange Act viene affermato che è vietato effettuare una serie di operazioni con lo scopo di creare una falsa o ingannevole apparenza di mercato attivo su un determinato titolo. E' vietato effettuare una serie di transazioni per far salire o scendere il prezzo del titolo con lo scopo di indurre l'acquisto o la vendita da parte di altri soggetti.

Nella sezione 10(b) (*Manipulative and deceptive devices*) viene stabilito che non è lecito porre in essere dei piani manipolativi e ingannevoli e degli artifici che mettono a rischio il pubblico interesse e la protezione degli investitori.

La rule 10b-5 (*Employment of manipulative and deceptive devices*) punisce qualsiasi comportamento manipolativo o fraudolento che sia legato ad un acquisto o una vendita di azioni, al fine di reprimere ogni genere di comportamento illecito realizzabile nelle negoziazioni di valori mobiliari. L'importanza di tale regola consiste dal fatto che questa norma ritiene illecito qualsiasi atto che costituisca una frode ai danni di chiunque sia legato all'acquisto o la vendita di un valore mobiliare. Tale regola viene applicata, in tema di *market manipulation*, quando qualcuno pone in essere una falsa rappresentazione della realtà, che induce taluno a comprare o vendere, anche se chi ha diffuso informazioni false non ha mai acquistato o venduto per se stesso.

La sezione 15(c) (*Government Securities Brokers and dealers*) proibisce le condotte manipolative dei brokers e dei dealers impegnati nelle transazioni sui titoli nei mercati non regolamentati

### **3.3 Gli abusi di mercato: modello europeo e statunitense a confronto**

L'abuso di informazioni privilegiate (il c.d. *insider trading*) è un comportamento illecito che il nostro ordinamento sanziona sin dal 1991 secondo le indicazioni del diritto comunitario. Il primo intervento normativo al riguardo risale infatti alla legge 17 maggio 1991, n. 157, la quale dava attuazione alla direttiva comunitaria n. 89/592 del 13 novembre 1989. Quella disciplina è stata poi fatta confluire nel Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (il cosiddetto Tuf) tra i reati del mercato finanziario e le sanzioni penali che vi si accompagnano. Da ultimo, nell'ambito della realizzazione del *Financial services action plan* proposto dalla Commissione europea per favorire la realizzazione di un autentico mercato finanziario unico, l'approvazione della direttiva sul *market abuse* (n. 2003/6 del 28 gennaio 2003) ha

inteso rafforzare gli strumenti esistenti per tutelare l'integrità del mercato, qualità essenziale per la realizzazione di un mercato unico integrato ed efficiente. Nel nostro ordinamento, la legge comunitaria 2004 (n. 62 del 18 aprile 2005) ha di recente provveduto a recepire la disciplina comunitaria sugli abusi di mercato, ed ha così apportato alcune novità in ambito di questa materia. A ben vedere, tuttavia, la normativa comunitaria *sull'insider trading* che, nella direttiva sugli abusi di mercato, si accompagna alla nuova disciplina in tema di manipolazione, non ha subito grandi cambiamenti e si è per vero concentrata principalmente sulle modalità di perseguimento dell'illecito. Si è così richiesto agli Stati membri, in sede di attuazione, di designare un'unica autorità amministrativa che vigili sull'applicazione della disciplina (ferme le competenze dell'autorità giudiziaria), nell'evidente intento di razionalizzare i sistemi dei controlli frequentemente rivelatisi inefficaci in considerazione della frammentazione delle competenze di vigilanza; si è inoltre previsto un minuzioso elenco dei poteri di *enforcement* (di investigazione e di indagine) che all'autorità competente designata devono essere attribuiti così da renderne più efficace l'operato per la repressione dell'illecito. La definizione dell'illecito di *insider trading*, invece, è rimasta pressoché immutata. Il legislatore, sia quello comunitario che conseguentemente quello nazionale, si è limitato a talune puntualizzazioni e precisazioni che delineano e caratterizzano i confini dell'illecito. Pur tuttavia, i perfezionamenti intervenuti con riguardo alla configurazione dell'illecito sono particolarmente significativi e pongono in risalto la differente impostazione adottata dall'ordinamento europeo rispetto a quanto avviene, come si vedrà, nell'ordinamento degli Stati Uniti, da sempre all'avanguardia, e con notevole severità, in questa materia. Il diverso approccio europeo *all'insider trading* è posto in risalto dalla nuova definizione del c.d. *insider trading* secondario. Con questa formula si indica il fatto commesso da chi, a qualunque titolo, si trova a detenere

l'informazione privilegiata senza che essa sia stata acquisita in virtù della partecipazione al capitale o di un incarico societario o dello svolgimento di un lavoro, funzione, professione o ufficio (sono, questi ultimi, i c.d. *insider primari*). Nei confronti del soggetto individuato come *insider secondario* trovano applicazione i medesimi divieti che gravano *sull'insider primario*: il divieto di negoziazione, il divieto di comunicare l'informazione privilegiata ad altri (il c.d. *tipping*), nonché il divieto di raccomandare ad altri di compiere operazioni in titoli basandosi sulle informazioni privilegiate di cui si sia in possesso (il c.d. *tuyautage*). Ebbene, secondo la nuova normativa l'individuazione *dell'insider secondario* si fonda sulla consapevolezza da parte di quest'ultimo, chiunque esso sia, della natura privilegiata dell'informazione in base alla quale commetta gli atti di *trading*, *tipping* o *tuyautage*. Secondo l'art. 187 bis, comma 4, del Tuf, i divieti devono trovare applicazione, oltre che per gli *insider primari*, anche nei confronti di qualsiasi persona «*in possesso di informazioni privilegiate, che sappia o che avrebbe dovuto sapere trattarsi di informazioni privilegiate*». Questa nuova nozione di *insider secondario* sembra averne ampliato l'estensione, così allargando l'ambito di operatività dei divieti che su di esso gravano; in precedenza, infatti, *l'insider secondario* veniva individuato non già in quanto in consapevole possesso di una informazione privilegiata, bensì in quanto consapevole che l'informazione fosse riconducibile, direttamente o indirettamente, ad un *insider primario*. L'enfasi che nel vigore della precedente disciplina si poneva sulla fonte dell'informazione privilegiata (appunto, *l'insider primario*) consentiva di circoscrivere e limitare l'illiceità della circolazione delle informazioni, ciò che non appare più possibile alla luce della riformata nozione di *insider secondario*. Inoltre, si noti che l'estensione riguarda non solo la figura *dell'insider secondario*, ma anche le attività ad esso vietate: secondo la previgente disciplina comunitaria, *all'insider secondario* doveva applicarsi il divieto di *trading*,

mentre rimaneva meramente facoltativo per i singoli Stati membri vietare altresì il *tipping* e il *tuyautage*, facoltà di cui, peraltro, il legislatore italiano non si era avvalso. A ben vedere, dunque, la combinazione dei divieti posti *sull'insider primario* con i divieti posti *sull'insider secondario*, tenuto conto di come *insider primario* e *insider secondario* sono definiti, risulta in un generale divieto di negoziare (nonché di comunicare e raccomandare) applicabile a chiunque si trovi in possesso di una informazione privilegiata, in posizione quindi di asimmetria informativa di vantaggio rispetto al resto del mercato. Viene pertanto ancor più nitidamente a connotarsi l'impostazione seguita dal legislatore comunitario, e conseguentemente accolta dal nostro legislatore nazionale, nel sanzionare e perseguire l'illecito di *insider trading*, nel senso di tutelare la parità di accesso alle informazioni riservate per chi partecipa al mercato finanziario. Si tratta di una impostazione ben diversa rispetto a quella adottata negli Stati Uniti, da sempre incentrata invece sulla sanzione del comportamento fraudolento che ha indotto e consentito il possesso (e l'utilizzo) dell'informazione riservata. Nell'**ordinamento americano**, infatti, integra il comportamento di *insider trading* quello compiuto da chi negozia titoli avvalendosi di una informazione riservata il cui utilizzo è illecito. Non è la negoziazione compiuta allorché si sia in possesso di una informazione riservata a rendere illecito l'utilizzo dell'informazione medesima, bensì, al contrario, è l'illegittimo utilizzo dell'informazione riservata (perché, per esempio, esiste un vincolo di riservatezza) a rendere illecita la successiva negoziazione in titoli. Così, quindi, è illecito il comportamento dell'amministratore della società che, avendo a disposizione un'informazione riservata, negozia titoli emessi dalla società medesima, in quanto il suo dovere fiduciario nei confronti della società e dei soci gli impone di non utilizzare a suo vantaggio le informazioni di cui entri in possesso nell'esercizio delle sue funzioni; così pure, è illecito il comportamento dell'avvocato



che, venendo a conoscenza da un collega dello studio che una società cliente dello studio sta per lanciare un'offerta di acquisto sui titoli di un'altra società, acquista titoli della società target, in quanto così facendo viene ad appropriarsi indebitamente di una informazione che appartiene allo studio legale e non a lui personalmente. Ancora, a completamento di questa sintetica descrizione della disciplina americana, *l'insider secondario*, che viene definito come *tippee*, è tale, e dunque anche ad esso si estende il divieto di negoziazione, solo se l'informazione privilegiata gli viene rivelata da un *insider primario* il quale, nel rivelare l'informazione riservata, ne trae un vantaggio personale. Per converso, quindi, allorché pur si sia in possesso di una informazione riservata in base alla quale si compiano operazioni su titoli, ma non si sia vincolati ad alcuno specifico dovere di riservatezza con riguardo a quella informazione, la condotta di chi negozia non potrà considerarsi illecita e non integrerà il divieto di *insider trading*. Nel sanzionare *l'insider trading*, dunque, l'attenzione dell'**ordinamento americano** si concentra non già sul possesso dell'informazione riservata, bensì sul suo illecito utilizzo, ovvero sulla condotta fraudolenta di chi, in possesso di una informazione privilegiata, non potrebbe farne uso a proprio vantaggio. Emerge pertanto con tutta evidenza la diversa impostazione europea. La **normativa europea** (e, di conseguenza, quella italiana) sanziona chi, in possesso di informazioni privilegiate, commetta atti di *trading*, *tipping* o *tuyautage*. Nell'**ordinamento americano**, invece, la sanzione colpisce chi utilizza mezzi fraudolenti nell'avvalersi dell'informazione riservata in base alla quale commette poi il *trading*. Nell'**ordinamento europeo** è il dislivello informativo sul mercato ad essere sanzionato, mentre nell'**ordinamento americano** assume rilievo il comportamento fraudolento che abbia consentito di realizzare tale dislivello informativo (e *all'insider* di trarne vantaggio). Si noti che secondo la **normativa europea** è oggetto di sanzione anche la

sola indebita circolazione delle informazioni privilegiate (senza necessità che vi sia, all'esito di tale indebita circolazione, un'operazione su titoli), mentre nell'**ordinamento americano** perché si abbia la condotta illecita occorre sempre e comunque che vi sia un'operazione, in acquisto o in vendita, su titoli. Si tratta di approcci al fenomeno *dell'insider trading* qualitativamente diversi, **l'approccio americano** intende offrire tutela rispetto alla disonestà nella condotta del mercato: il principio che sembra affermarsi è che chiunque voglia entrare sul mercato dei titoli per negoziare deve farlo con le mani pulite; **l'approccio europeo** (e italiano), invece, sottende l'intrinseca ingiustizia di un mercato in cui le diverse posizioni di chi intende acquistare e/o vendere possano essere su livelli non paritari (indipendentemente, in ultima istanza, dalla causa di tale situazione non paritaria)<sup>75</sup>.

In tema di *market manipulation* la **normativa europea** predispone che un soggetto, *insider*, può essere considerato colpevole di aver manipolato il mercato prescindendo dalla negoziazione, senza cioè, che vi sia un interesse sotteso alla manipolazione medesima, questo è escluso dal **sistema statunitense**, ove anche alla base della manipolazione vi deve essere non solo l'aver trattato la notizia falsa come informazione privilegiata, ma anche un interesse personale alla negoziazione.

### 3.4 Cosa è successo in America dal 2002 al 2014 in materia di abusi di mercato?

In questo paragrafo, la mia intenzione è quella di fare un'analisi, un po' meno dettagliata rispetto a quella effettuata nel capitolo precedente, sui casi di abuso di mercato, avvenuti in America, dal 2002 al 2014. Con l'obiettivo di avere un confronto

---

<sup>75</sup> Ma è pur vero, tuttavia, che un mercato finanziario composto di un'ampia varietà di attori, alle volte qualificati, altre meno o per nulla, si caratterizza proprio per una naturale predisposizione verso situazioni di asimmetria informativa tra gli operatori.

quantitativo, rispetto ai casi affrontati dalla Consob nel medesimo periodo preso in esame.

Per i casi di *insider trading*, negli anni fiscali 2002 e 2003, la SEC si è trovata di fronte a tali illeciti dove hanno visto protagonisti *insiders e tippees*; nel corso del FY2004, FY2005, FY2006, FY2007 e FY2008 si ha avuto un andamento pressoché costante per i casi che si sono presentati in materia di abuso di informazioni privilegiate, perché c'è stato solamente un incremento o un decremento dell'anno fiscale in corso rispetto a quello precedente o a quello successivo, di un solo punto percentuale; e solo in un caso di due punti percentuali.

Anche per i casi di *market manipulation*, si ha un andamento abbastanza costante per gli anni fiscali 2003, 2004, 2005, 2006, 2007 e 2008, si può avere un oscillazione di 1 o massimo 3 punti percentuali.

La tabella sottostante ci indica quanto detto.

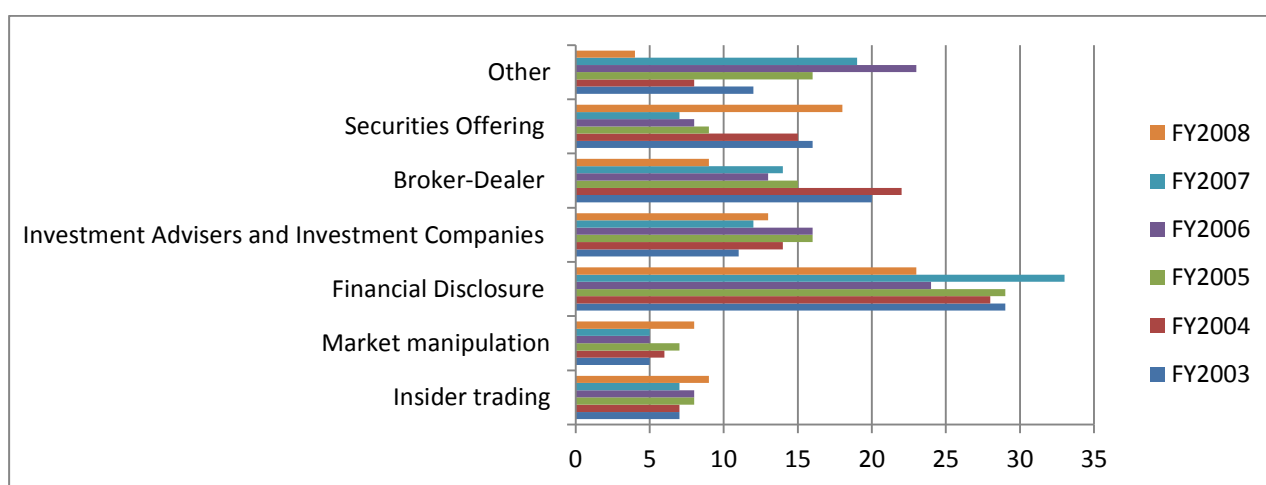
CORE ENFORCEMENT PROGRAM AREAS	PERCENTAGE OF CASES BY CORE ENFORCEMENT					
	FY2003	FY2004	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008
<b><i>Insider trading</i></b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>9</b>
<b><i>Market manipulation</i></b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>8</b>
Financial Disclosure <sup>76</sup>	29	28	29	24	33	23
Investment Advisers and Investment Companies	11	14	16	16	12	13
Broker-Dealer <sup>77</sup>	20	22	15	13	14	9
Securities Offering <sup>78</sup>	16	15	9	8	7	18
Other	12	8	16	23	19	4

<sup>76</sup> The act of making a company's financial information available to investors, banks, etc.

<sup>77</sup> Il broker-dealer è una persona o impresa in attività di acquisto e vendita di titoli, che opera sia come broker o come un commerciante, a seconda della transazione. Il termine broker-dealer è usato nel brevetto regolamentazione dei valori mobiliari un linguaggio per descrivere gli azionari broker, perché la maggior parte di loro agisce sia come agenti e mandanti. Una società di intermediazione agisce come un mediatore (o agente) quando si esegue gli ordini per conto dei clienti, mentre agisce come un rivenditore (o principale) quando si negozia per conto proprio.

<sup>78</sup> Securities offering (o round di finanziamento o turno di investimento) è un giro discreto di investimenti, con la quale un'azienda o altra impresa raccoglie fondi per finanziare le operazioni, di espansione, un progetto di capitale, un'acquisizione, o qualche altro scopo commerciale.

Dalla tabella emerge un peso costante, in termini di percentuali, negli anni finanziari presi in esame dei casi di *insider trading e market manipulation*. La SEC nella sua attività di *core enforcement*, oltre ad occuparsi di *insider trading e market manipulation*, si deve occupare anche di altri illeciti finanziari, che sono riportati nella tabella soprastante. Dalla tabella emerge che tra i diversi illeciti l'*insider trading* e la *market manipulation*, hanno un peso minimo rispetto a gli altri.



Dal grafico è intuitivo quanto appena detto, i casi di *insider trading e market manipulation*, sono sola una piccola parte rispetto alla totalità dei casi analizzati ogni anno dalla SEC.

È bene precisare che i casi che vengono proposti anno per anno alla Commissione, variano tantissimo dalle condizioni e dagli eventi che rendono protagonista il mercato, e dalle movimentazioni degli strumenti finanziari utilizzati. La SEC si avvale di programmi che permettono l'analisi e la gestione dei diversi casi con l'obiettivo che non ci sia una sopravvalutazione, oppure una sottovalutazione dei casi analizzati.

Negli anni finanziari successivi, FY2009, FY2010, FY2011, FY2012, FY2013 e FY2014, la SEC è stata chiamata a verificare moltissimi casi di *insider trading*; si

contano circa una sessantina di casi negli anni finanziari 2010, 2011, 2012 e una quantità altamente maggiore nell'ultimo anno finanziario preso in esame.<sup>79</sup>

Tra i soggetti condannati del reato di informazione privilegiata, si trovano molti funzionari, commercianti di Wall Street, molti addetti aziendali, soci, professionisti finanziari, hedge fund manager, e spesso le informazioni non ancora rese pubbliche, sono state divulgate da soggetti che non hanno nessun rapporto diretto con la società X per cui si diffondono le informazioni sul mercato.

### **3.5 Differenze emerse dall'analisi quantitativa di quanto accaduto in Italia e in America.**

In questo ultimo paragrafo voglio mettere in evidenza le differenze dal punto di vista quantitativo dei casi analizzati in Italia e in America nello stesso periodo preso in esame. Con l'obiettivo di fare un confronto su quanti casi di *insider trading* e *market manipulation*, si sono presentati in America nel periodo preso in esame; e quanti casi si sono presentati in Italia.

Premetto che i dati che sono riuscita a trovare per l'analisi dei casi americani non sono sufficientemente paragonabili con i dati trovati presso le Relazioni Consob degli anni 2002-2014. Però tali dati, tramite lo strumento dei grafici, che sono esposti in seguito, permettono di fare un confronto adeguato e sufficientemente comprensibile.

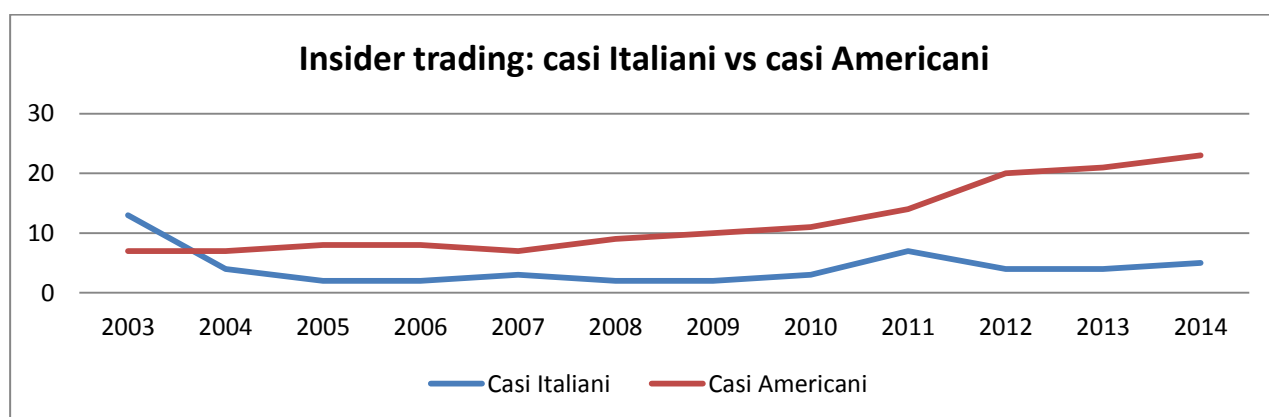
Per quanto riguarda la situazione americana, si ha avuto un andamento piuttosto costante in termini percentuali per i casi di *insider trading*: un 7% nel FY2003 e nel FY2004, un 8% nell'anno finanziario 2005 e 2006, di nuovo un 7% per l'anno finanziario 2007 e un 9% nel FY2008. Anche per i casi di *market manipulation* si ha

---

<sup>79</sup> Per l'anno finanziario 2014, le informazioni trovate non sono sufficientemente complete dal punto di vista quantitativo.

avuto un andamento piuttosto costante: un 5% negli anni fiscali 2003, 2006, 2007; un 6% nel FY2004; un 7% nel FY 2005 e un 8% nel FY2008. Per gli anni finanziari 2009, 2010, 2011, 2012, 2013 e 2014, non avendo trovato gli stessi dati numerici che ho recuperato per gli anni precedenti, anche se le informazioni sono state tratte tutte dalla stessa fonte, non posso dire con sicurezza la percentuale dei casi di *insider trading* e *market manipulation* per cui la SEC si è dovuta occupare, ma posso dire che i casi di *insider trading* presentati sono sempre stati molto più numerosi rispetto agli anni precedenti, quindi in definitiva si ha avuto un andamento sempre più crescente.

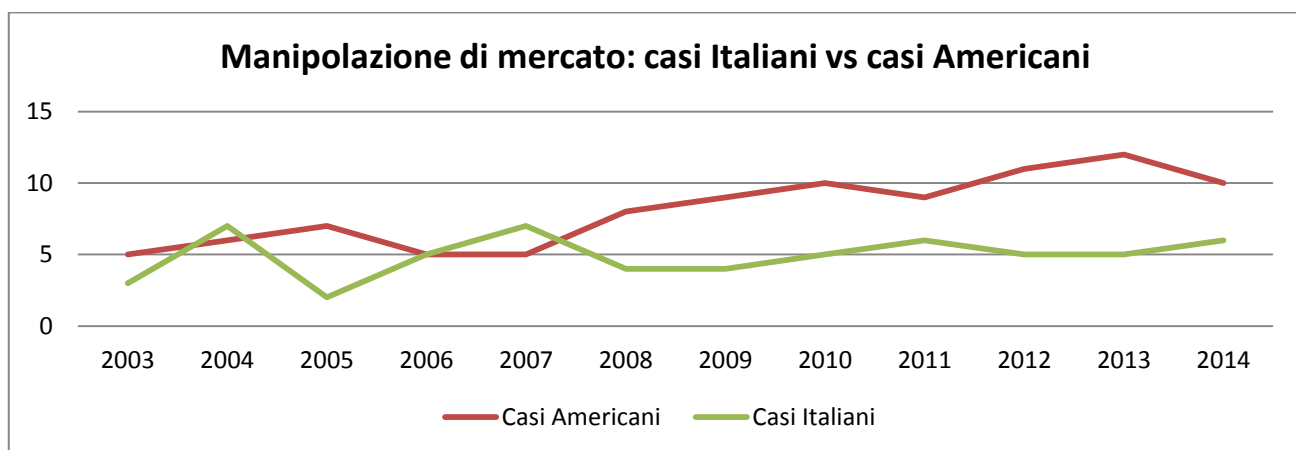
Facendo la solita analisi per i casi che rientrano nella situazione italiana, non posso fare un confronto in termini percentuali, visto che l'analisi dettagliata dei casi in Italia non si è solo soffermata sulla quantità di casi di *insider trading* che la CONSOB si è trovata di fronte, però è possibile effettuare un confronto in termini di andamento di crescita o decrescita dei casi che si sono verificati in Italia nel periodo preso in esame.



Dal grafico è possibile notare un andamento simile tra le due linee: crescenti in maniera costante, senza picchi destabilizzanti di crescita o di decrescita .

La stessa identica cosa può essere detta per i casi di manipolazione di mercato che si sono presentati nel mercato americano nel periodo preso in esame: abbiamo avuto un andamento costante e poco crescente di *market manipulation*, come si vede dalla linea

rossa nell'istogramma sotto riportato. Per i casi di manipolazione di mercato che hanno impegnato la Consob in Italia nel periodo che va dal 2002-2014: dal punto di vista quantitativo il numero dei casi di manipolazione di mercato è stato abbastanza costante, ad oggi, non vi è mai stato un picco elevato, in un determinato anno rispetto all'anno precedente (vedi Tav.1 Risultanze delle indagini in materia di abusi di mercato). Dal grafico sotto riportato è intuitivo quanto è stato appena detto, e per di più è comprensibile, come era già stato notato anche per i casi di *insider trading*, un andamento simile delle due linee: andamento costante, poco crescente, senza alcun picchi di crescita o decrescita.



A mio avviso l'andamento crescente può dipendere da due fattori: il primo che, l'evoluzione della normativa in tema di abuso di mercato ha permesso alla CONSOB e alla SEC un maggior controllo e quindi un maggior potere nell'accertare casi in cui si sospettino tali reati; in passato ciò non era possibile visto i poteri limitati delle Commissioni, perciò molti casi non venivano presi in considerazione; secondo fattore, potrebbe essere dovuto dall'esigenza del legislatore Comunitario e Americano di aggiornare la normativa in modo da prevenire tali reati ancora prima che si verificano, quindi migliorare l'attività di accertamento.





# Conclusioni

---

Gli abusi di mercato sono un vero “*male*” per il buon funzionamento dei mercati finanziari, perché vanno ad intaccare la fiducia degli investitori, elemento fondamentale per una buona efficienza operativa nei mercati finanziari, ma soprattutto vanno a creare quelle situazioni di asimmetria informativa, dove l’operatore più debole, ovvero meno informato, viene manipolato dall’operatore più forte, ovvero colui che ottiene le informazioni privilegiate in anteprima rispetto al mercato, e sfruttandole a proprio vantaggio realizza ingenti profitti illeciti. Quindi il soggetto avvantaggiato traendo spesso in inganno l’operatore non informato, riesce ad avere dei guadagni elevati con pochi sforzi. Il legislatore comunitario si è sentito in dovere di creare una “*protezione*” nei confronti di quei soggetti che si trovano vittime di tali abusi. Oltre a dare una definizione ben precisa di tali soggetti, in modo tale da essere competenti a definire che il soggetto A è colpevole del reato di *insider trading*, *manipolazione di mercato o aggio*, il legislatore ha definito anche quali sono le sanzioni da applicare in base all’attività illecita che viene svolta. La Direttiva Comunitaria 89/252 dava libera scelta ad ogni paese comunitario se applicare una sanzione amministrativa oppure una sanzione penale, purché tale punizione sia “*sufficientemente persuasiva*”, quindi dava libera discrezionalità ai legislatori nazionali su quale sanzione applicare. Il legislatore italiano ha optato inizialmente per le sanzioni penali senza ricorrere ai rimedi civilistici o amministrativi. Con l’entrata in vigore della Direttiva *market abuse*, il legislatore italiano, sempre per quanto riguarda l’apparato sanzionatorio dei reati

di abuso di mercato<sup>80</sup>, ha preferito adottare la soluzione più rigorista introducendo le sanzioni amministrative e mantenendo quelle penali. In definitiva, la Direttiva 6/2003 imponeva agli stati membri l'adozione di misure e sanzioni di natura amministrativa per reprimere i reati di abusi di mercato, lasciando piena discrezionalità per le sanzioni penali da adottare. Secondo il mio modesto parere, la sanzione più efficace e persuasiva è la sanzione amministrativa, proprio perché va ad intaccare il profitto illecito che viene percepito nel portare a termine il reato. Per un *insider*, venire punito con la confisca dei mezzi finanziari utilizzati per compiere l'illecito, o la confisca dei beni che costituiscono l'illecito stesso, è molto più punitivo rispetto alla reclusione di 1-2 anni. Infatti, chi compie tali reati lo fa proprio per aver quel guadagno certo, e la consapevolezza di avere quel vantaggio tempistico sulle informazioni privilegiate rispetto all'intero mercato, oppure la consapevolezza di avere il potere di alterare i prezzi sui mercati, solamente dando informazioni false o fuorvianti, carica tali investitori di un ego tale da ritenersi i "padroni" dei mercati. Quindi secondo la mia modesta analisi, ritengo molto più punitivo una sanzione da 100.000 euro piuttosto di 1 anno di reclusione. Detto questo, il 3 luglio 2016, entrerà in vigore la nuova direttiva sulla *market abuse*, che abrogherà la recente direttiva 6/2003, e apporterà una nuova modifica sull'aspetto sanzionatorio dei reati di abuso di mercato. La ratio di tale direttiva è quella di assicurare l'omogeneità delle sanzioni nazionali per i fenomeni di *market abuse*, mediante la standardizzazione delle condotte che dovrebbero integrare le ipotesi delittuose. La Direttiva 57/2014 introduce la possibilità, per gli stati membri, di ampliare l'applicazione delle sanzioni penali ai reati per i

---

<sup>80</sup> Con la Direttiva *Market abuse*, vengono disciplinati solo due tipi di abusi: l'*insider trading* e la *manipolazione di mercato*, lasciando al legislatore nazionale la disciplina del reato di *aggiotaggio*.

quali erano previste sanzioni amministrative. Quindi si cambia il fulcro della disciplina sanzionatoria: obbligo di sanzioni penali, facoltà di sanzioni amministrative. È importante tenere conto che la prevenzione sugli abusi di mercato, rappresenta uno strumento più efficace ed immediato per la tutela dell'integrità del mercato, rispetto all'accertamento dell'illecito e delle sanzioni che vengono applicate dopo la verifica del reato. In sintesi “*meglio prevenire che curare*”. A questo proposito, il legislatore italiano ha investito la Consob di un potere decisionale, ma ha anche rafforzato i poteri in materia dell'accertamento degli illeciti e delle partecipazioni ai giudizi, innanzi alla magistratura ordinaria. La Consob, invita gli intermediari a migliorare il livello qualitativo delle segnalazioni di operazioni sospette di abusi di mercato. Solo con una collaborazione completa e ben precisa, da parte degli intermediari e delle aziende, sarà possibile eliminare del tutto le intenzioni degli investitori di compiere tali reati. Inoltre importantissima anche l'attività di *disclosure*, la quale, secondo il mio avviso, dovrebbe essere sempre aggiornata e monitorata. Lo scambio di informazioni riguardanti la possibilità di un illecito di abuso di mercato dovrebbe essere una cosa fisiologica e non una cosa obbligata e al fine di incentivare tale attività, il legislatore dovrebbe applicare, laddove non viene rispettato l'obbligo di comunicazione, sanzioni più stringenti e maggiormente punitive.

L'analisi che è stata svolta sui casi di abusi di mercato italiani, aveva come obiettivo quello di far emergere le differenze che affioravano dai casi *pre-market abuse* e *post-market abuse*. L'unica differenza ha riguardato i soggetti coinvolti in ipotesi di abusi mercato segnalate all'Autorità Giudiziaria ovvero gli *insider* secondari. Tali soggetti sono stati coinvolti maggiormente negli anni 2002, 2003,

ovvero prima dell'entrata in vigore della direttiva 6/2003, recepita in Italia nel maggio 2005. La normativa previgente alla direttiva sulla *market abuse*, puniva gli *insider* secondari solo se effettuavano operazioni di *trading*. Mentre la nuova disciplina punisce gli *insider* secondari sia se effettuano operazioni di *trading*, sia se fanno delle soffiare, e sia se effettuano operazioni di *tuyuatage*. Negli anni successivi all'entrata in vigore della direttiva comunitaria, il numero di *insider* secondari coinvolti in reati di abusi di mercato sono stati assai inferiori rispetto agli anni precedenti. Secondo la mia analisi questo miglioramento è dovuto dal timore che gli *insider* secondari hanno nei confronti del nuovo sistema sanzionatorio. Altro elemento che emerge da questa analisi, è l'importanza della collaborazione e cooperazione della Consob con le altre Autorità di competenza di altri paesi. Si evidenzia, ancora una volta, l'importanza della collaborazione e degli scambi di informazioni relative agli abusi di mercato, che se scambiate *ex-ante* possono ridurre il verificarsi di reati di abusi di mercato. Viene riaffermata l'importanza dell'attività di accertamento dell'intermediario competente. Concludendo, il legislatore comunitario, ha ancora molta strada da fare per cercare di sopprimere del tutto i reati di abuso di mercato. L'esperienza ha mostrato miglioramenti dal punto di vista quantitativo evidenziando un miglioramento ma non una soluzione definitiva. Quindi con i tempi giusti e le introduzioni di nuove misure restrittive, nuovi strumenti messi a disposizione alla Consob, e una sempre più maggiore collaborazione con gli altri intermediari, sarà probabile una soluzione definitiva, anche se ciò dipenderà dal continuo mutamento dei mercati finanziari.

Nell'ordinamento americano, in materia di abusi di mercato, si trova un'impostazione ben diversa rispetto a quella adottata dal legislatore

comunitario: un soggetto che negozia titoli avvalendosi di un'informazione riservata, il cui utilizzo è illecito, e punibile di *insider trading*. Viene punito l'utilizzo illecito dell'informazione riservata (perché potrebbe esistere un vincolo di riservatezza) e non il possesso dell'informazione riservata a rendere illecita la successiva negoziazione di titoli. Quindi l'attenzione si concentra non sul possesso dell'informazione riservata, bensì sul suo utilizzo illecito, ovverossia sul comportamento fraudolento di chi, in possesso di un'informazione riservata, non potrebbe farne uso a suo vantaggio. Un'altra differenza che emerge dalle due normative prese in esame (l'ordinamento comunitario e l'ordinamento statunitense) è la diversa concezione di *insider* secondario. Secondo l'ordinamento americano la figura del *tippee* è riconducibile a quella dell'*insider* secondario: al *tippee* si estende il divieto di negoziazione, solo se l'informazione privilegiata gli viene rivelata da un *insider*, il quale nel rivelare l'informazione riservata, rompe un vincolo di riservatezza e ne trae un vantaggio personale. Quindi se un soggetto è in possesso di un'informazione riservata in base alla quale compie operazioni su titoli, ma non è in possesso di nessun vincolo di riservatezza con riguardo specifico a quella informazione, non è sanzionabile di reato di abuso di informazioni privilegiate. Mentre la normativa europea, e di conseguenza quella italiana, punisce chi utilizza l'informazione privilegiata per compiere reati di *trading*, *tipping*, o *tuyautage*.

Nell'ordinamento americano si parla in termini vaghi di *market manipulation*, nel senso che anche l'*insider trading* è concepito come manipolazione e ciò che viene sanzionato non è la mera diffusione della notizia falsa che ha l'effetto di manipolare il prezzo delle azioni sul mercato, ma la diffusione della notizia falsa accompagnata dalla negoziazione di strumenti finanziari cui quella notizia è

riferita. Nella pratica la differenza tra *insider trading* e manipolazione di mercato è irrilevante: all'investitore viene richiesta la solita prova nell'azione contro il colpevole. La distinzione sarebbe solo sulla carta e non nei fatti. In conclusione, il focus del sistema è incentrato sulla condotta di abusi di informazione privilegiate, mentre la condotta di chi diffonde notizie false è trattata quasi a completamento della disciplina, non né è certamente il fulcro.

Dall'analisi quantitativa dei casi americani riferiti al fenomeno di *market abuse*, nel periodo che va dal 2002 al 2014, emerge quanto segue: non si sono trovate particolari criticità, si ha un andamento piuttosto costante sui casi numerici di manipolazione e di *insider trading*, senza nessun stravolgimento o andamento particolare. L'unica cosa che emerge è che nell'attività di *core enforcement* della SEC, tra i diversi reati, l'*insider trading* e la manipolazione di mercato hanno un peso assai inferiore rispetto alle altre tipologie di reati, tra cui quella più elevata è la *Financial Disclosure*. In definitiva non si sono riscontrati grandi differenze nel periodo preso in esame.

Per concludere tutta l'analisi dei casi di abuso di mercato è necessario fare un ultimo confronto tra le due analisi quantitative. Dal confronto emerge che non ci sono state criticità o aspetti rilevanti dalla comparazione quantitativa dell'analisi Italiana con l'analisi Americana. Quindi concludendo sia per il reato di *insider trading* che per il reato di manipolazione di mercato si evidenzia un andamento di crescita costante e lenta dei casi che si presentano alla SEC e alla CONSOB. Secondo il mio parere questo andamento crescente può dipendere da due fattori:

- a) l'evoluzione della normativa ha permesso alla CONSOB e alla SEC un maggiore controllo e quindi un maggior potere nell'accertare i casi in cui si sospettino tali reati. In passato ciò non era possibile visto i poteri

limitati delle Commissioni, perciò molti casi non venivano presi in considerazione;

- b) La crescita potrebbe dipendere anche dall'esigenza del legislatore di aggiornare la normativa in modo da prevenire tali reati ancora prima che si verificano. C'è la necessità di migliorare l'attività di accertamento.

Tuttavia, è necessario tenere sempre in mente che quale sia l'approccio adottato, l'ordinamento, e in particolare il sistema di *enforcement* prefigurato, deve avere sempre piena consapevolezza della possibile tensione che emerge dalla considerazione delle diverse esigenze che il corretto funzionamento del mercato dei capitali manifesta: per un verso, la necessità di assicurare la libera circolazione delle informazioni, fondamentale perché il mercato possa efficientemente partecipare alla formazione dei prezzi dei titoli; per altro verso, la necessità di rafforzare la fiducia degli investitori nel mercato attraverso la fissazione di regole che ne assicurino un equo funzionamento. Il compromesso, normativo e applicativo, tra queste due esigenze è non sempre facile e richiede continui adattamenti e aggiustamenti volti soprattutto ad evitare che possibili sbilanciamenti verso l'una o l'altra esigenza provochino l'ingessamento del mercato pregiudicandone la sua funzione primaria di efficiente allocazione delle risorse.





# Bibliografia

---

ANNUNZIATA F., *Abusi di mercato e tutela del risparmio. Nuove prospettive nella disciplina del mercato mobiliare*, G. Giappichelli, Torino, 2006.

CAMPANELLI M., *Insider trading*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1991.

CAPARVI R. a cura di , *Il mercato mobiliare italiano. Strutture e tendenze evolutive*, FrancoAngeli, Milano, 2008.

CICCIA A., *I nuovi reati societari. Dal falso in Bilancio all'aggiotaggio*, Sistemi Editoriali, Napoli, 2002.

GIOVANNI B., *Come cambierà la normativa sugli abusi di mercato*, in "Milano Finanza", 2/04/2016.

LINCIANO N. MACCHIATI A., *Insider trading. Una regolamentazione difficile*, Il Mulino, Bologna, 2002.

QUIRICI M. C., *IL MERCATO MOBILIARE L'evoluzione strutturale e normativa*, FrancoAngeli, Milano, 2010.

# Sitografia

---

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.consob.it](http://www.consob.it)

[www.dea.univr.it](http://www.dea.univr.it)

[www.dirittofinanza.it](http://www.dirittofinanza.it)

[www.dirittoprivatoinrete.it](http://www.dirittoprivatoinrete.it)

[www.eprints.luiss.it](http://www.eprints.luiss.it)

[www.finanzaonline.com](http://www.finanzaonline.com)

[www.fondazionecipriani.it](http://www.fondazionecipriani.it)

[www.ildirittobancario.it](http://www.ildirittobancario.it)

[www.ilsole24ore.it](http://www.ilsole24ore.it)

[www.investopedia.com](http://www.investopedia.com)

[www.panorama.it](http://www.panorama.it)

[www.professionisti24.ilsole24ore.com](http://www.professionisti24.ilsole24ore.com)

[www.sec.gov](http://www.sec.gov)

[www.tidona.com](http://www.tidona.com)

[www.whistleblowing.it](http://www.whistleblowing.it)

# Ringraziamenti

---

Eccoci arrivati alla fine della mia carriera scolastica. Dopo tantissimi sacrifici ma altrettante soddisfazioni sono arrivata alla fine. E ancora non ci credo! Se sono riuscita ad arrivare alla meta, non è soltanto per merito mio, ma soprattutto del supporto che tutte le persone che credono in me e mi amano mi hanno dato giorno dopo giorno, esame dopo esame. E per questo voglio RINGRAZIARVI uno ad uno.

Prima di tutto voglio ringraziare la Prof.ssa **Quirici** che grazie ai suoi corsi mi sono appassionata ad una materia interessantissima e bellissima che spero sarà protagonista nella mia carriera lavorativa. Voglio farle un ringraziamento altrettanto sentito, per il sostegno, il supporto e la fiducia che ho ricevuto nella stesura della tesi, e soprattutto per la grande soddisfazione che ho tutt'ora nell'averla come relatrice.

Voglio ringraziare mia **Mamma**, che nonostante tutto, mi ha sempre spronato a dare e fare il meglio per raggiungere il massimo degli obiettivi sia nella carriera scolastica che nella vita. Il tuo sostegno e il tuo supporto mi hanno fatto da motore per proseguire e raggiungere l'obiettivo del percorso che ho scelto 5-6 anni fa. Spero di averti reso orgogliosa. Grazie!!!

Voglio ringraziare mia sorella **Melissa**, nonché una delle mie ragioni di vita, per aver sempre creduto in me e avermi supportato la sera prima di ogni esame. Grazie per l'immane messaggino "*In bocca a lupo! Sei forte!*" e della telefonata a fine di ogni esame. Grazie per tutte le volte che hai creduto in me e mi hai spronato a fare sempre il meglio, anche quando mi prendeva lo sconforto pensando di non farcela. Grazie ti voglio un mondo di bene.

Ringrazio anche te amore della tata, la mia piccola ma grande **Emily**, per ogni messaggino vocale, per ogni disegno e per ogni bacino di buona fortuna che mi hai dato prima di ogni esame. Spero di essere un esempio per te, e per come sta andando la tua carriera scolastica, penso proprio che sarai anche meglio di tata. Continua così!! Sei, e sarai sempre il mio più grande orgoglio! Ti voglio bene piccola mia.

Un ringraziamento anche al mio **Papà** e ai miei adorati fratellini **Thomas** e **Angelica**, per la stima che hanno nei miei confronti e il bene che mi vogliono.

Grazie **Nonna Carla** e **Nonno Angelo**, per aver sempre avuto fiducia in me, e per aver sofferto ogni mio logro e ogni mia ansia per la stesura di questa tesi. Grazie per aver creato un rifugio a casa vostra dove ho potuto prepararmi per alcuni esami e soprattutto dove ho scritto e preparato questa tesi. Grazie per ogni *“ovvia su, stai tranquilla! Andrà tutto bene!”*; *“sei brava!! Lo sei sempre stata! Che preoccupazioni devi avere?!”* e soprattutto per ogni telefonata dopo un esame. Vi voglio bene e sono felice di condividere questo mio traguardo con la vostra presenza.

Un grazie particolare a mia **Zia Bruna**, che considero come una seconda mamma, per la fiducia e la stima che ha nei miei confronti, e non solo per il mio rendimento scolastico, ma per la persona, Donna che sto diventando; e soprattutto per i suoi immancabili messaggini. Grazie!!

Un enorme grazie ai miei due pilastri **Alessandra** e **Angelo**, che anche se ci conosciamo da pochi mesi, mi sembra di conoscervi da una vita. Grazie per ogni volta che avete *“subito”* i miei dubbi, pensieri, angosce, preoccupazioni.... Grazie per gli immancabili abbracci, per le volte che mi avete asciugato le lacrime, per le corse in piena notte...grazie anche per le risate, per i momenti di spensieratezza, per le notti trascorse a ballare fino al mattino.....ma soprattutto grazie per aver creduto in me, per avermi

spronato a dare sempre il meglio....grazie per gli immancabili messaggini: *“allora consegnata?”*; *“la prof cosa ti ha detto?”*; *“in bocca a lupo andrà benissimo!!! Fammi sapere!”*. Ragazzi vi voglio bene...questo ve lo dico ogni volta che c'è l'occasione... e questa penso, proprio, che sia una delle più importanti per ricordarvelo!

Grazie alle mie importantissime, amiche, sorelle, tesori, amori.... Si parlo proprio di voi **Carolina, Barbara e Veronica**, voi che avete sempre, e dico sempre, creduto in me! Che non avete mai rifiutato una mia telefonata, o non avete mai mancato a rispondermi ad un messaggio, qualsiasi sia l'ora e il momento che lo riceviate. Ognuna di noi ha la propria vita, e sapere che i momenti più belli li condividete con me, non sapete la gioia che mi date....presto sarò *“zia”* e attendo con gioia quel momento bellissimo che legherà ancora di più una di queste amicizie!!! Bimbe vi voglio un bene infinito...grazie per ogni cosa... per quelle telefonate lunghissime, per l'infinità di messaggini, per le serate passate a parlare, a ridere, a scherzare!! Grazie per la stima e il bene che mi volete...e so che me ne volete tanto, perché lo riconosco da tutto quello che fate anche se non me lo ripetete continuamente...

Grazie anche ai mie tesori **Alessandro, Alice, Alessia, Damiano, Jonathan, Amin**, che mi hanno sempre spronato a fare il meglio, e grazie soprattutto per la grande stima che hanno verso la mia persona. Grazie per le serate passate a parlare, a ballare a bere infiniti bicchieri di prosecco. Grazie per non avermi mai tradita, di avermi sempre aperto gli occhi, e avermi dato quegli *“schiaffi”* nei momenti in cui ce n'era più bisogno. *“L'amicizia non è possesso è condivisione, non è obbligo ma il piacere di scegliersi ogni volta...è capire i silenzi, i bronchi e gli stati d'animo senza sentirsi offesi..è non essere invidiosi ne gelosi, è accogliere senza giudicare e lasciar andare senza trattenere. L'amicizia è amore senza condizione, a volte nasce e vive e a volte*

muore senza un perché! È un bene prezioso e va seminato giorno per giorno e non va sostituito nemmeno dall'amore.....” vi voglio bene amici miei.

Un ringraziamento speciale agli amici /ballerini della **CDC**, con i quali condivido la passione più bella e grande che ho, **BALLARE**. Ho trovato molti amici, molti compagni di avventure e molti maestri. Un ringraziamento speciale va a **Valerio**, il mio adorato ballerino, che mi ha sempre sostenuta e spronata a finire questa tesi, e mi ha supportata e sopportata ore e ore a fine corso, e altrettante ore al telefono. Grazie tesoro. Un abbraccio caloroso va a tutti i miei ballerini **Nicola, Nicola, Erika e Francesca**.

Grazie anche alla mia **Claudina**, la mia adorata best friend, per i pomeriggi trascorsi insieme a parlare, a truccarsi, a farsi i capelli. E grazie per le lunghe passeggiate, che te non adori tanto. Ti voglio bene Claudì.

Un ringraziamento grandissimo va a tutta l'associazione di volontariato la **FASM** soprattutto alla sua presidente **Gemma** che mi ha sempre stimato e lodato per i miei profitti scolastici. Un grazie enorme a tutti i miei ragazzi che con le loro carezze, i loro bacini, i loro abbracci mi hanno fatto sempre sentire **BENE** e in pace, anche nei momenti difficili che la vita ci riserva.

Come non posso ringraziare i miei adorati pupetti **Salim, Amine e Yasmin** e la loro adorata mamma **Fouzia**, per il bene incondizionato e la grande stima che hanno nei mie confronti. Vi voglio bene.

Un ringraziamento è doveroso farlo rivolto verso il cielo: grazie **Nonno**, amore della tata **Mario** e **Nonna**, grazie per avermi sempre accompagnato nei momenti più tristi e bui mostrandomi la luce.

L'ultimo grazie, caro amore mio, è rivolto a te **Chiara**. Sei una delle mie ragioni di vita, non solo la mia cugina, ma la mia figlioccia, la mia sorellina, la mia bambina (anche se ora non lo sei più tanto)...vorrei vederti sempre sorridere, spensierata e allegra...ma purtroppo la vita non è fatta solo di cose belle..ma anche di cose meno belle e cercherò di essere sempre presente per poterti asciugare le lacrime e... poterti dare un tenero bacio sulla fronte...vorrei che la mia vita fosse un esempio per te..e mi sto impegnando al massimo perché possa esserlo...sei già un grande orgoglio..e per tutto questo ho deciso di dedicarti l'ultimo step della mia carriera scolastica...uno step faticoso ma pieno di soddisfazioni!! Ti voglio bene amore mio.